

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

L'ÉPARGNE FRANÇAISE
ET LES
VALEURS MOBILIÈRES
ÉTRANGÈRES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le mercredi 12 juin 1907, à 2 h. 1/2

PAR

LOUIS GUILLAUME

Président : M. CAUWÈS,

Suffragants : { MM. BERTHÉLEMY, professeur
WAHL, agrégé.

PARIS

LIBRAIRIE NOUVELLE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

ARTHUR ROUSSEAU, ÉDITEUR

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

1907



Digitized by the Internet Archive
in 2026

THÈSE

POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

L'ÉPARGNE FRANÇAISE

ET LES

VALEURS MOBILIÈRES

ÉTRANGÈRES

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera soutenu le mercredi 12 juin 1907, à 2 h. 1/2

PAR

LOUIS GUILLAUME



Président : M. CAUWÈS,

*Suffragants : { MM. BERTHÉLEMY, professeur
WAHL, agrégé.*

PARIS

LIBRAIRIE NOUVELLE DE DROIT ET DE JURISPRUDENCE

ARTHUR ROUSSEAU, ÉDITEUR

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

1907

AVANT-PROPOS

Les valeurs mobilières sont l'élément le plus considérable de la fortune publique moderne et en même temps le plus puissant levier du progrès commercial et industriel.

Leur création est bien antérieure à notre époque et si l'importance de la fortune mobilière ou, pour user d'un terme plus exact, la mobilisation de la fortune date à peine d'un siècle, il faut pour en trouver l'origine remonter jusqu'au x^e siècle de notre ère. Sans parler des *argentarii* romains et des *collegia mercatorum* qui leur succédèrent, on ne doit passer sous silence la merveilleuse organisation économique des Templiers qui semblent avoir connu dès avant le moyen âge toutes les opérations financières pratiquées de nos jours (1). Au xii^e siècle, de grandes associations se groupent en Allemagne pour des exploitations commerciales ou industrielles. Des documents italiens de 1220 et 1236 nous montrent la propriété des navires divisée en parts ou « *luoghi* » (2). En 1470, la maison de Saint-George à Gênes inscrit sur ses livres de véritables titres de créance qui deviennent bientôt négociables par endossement (3).

Les titres au porteur apparaissent nombreux en Hol-

(1) De Harambure, *Rôle économique des valeurs mobilières*, Congrès 1900, Rap., n° 136.

(2) *Ibid.*

(3) *Ibid.*

lande vers 1602, lors de la fondation de la Compagnie des Indes Orientales, puis Law lance son système dont la ruine effraie un temps les capitalistes et retardera d'autant le développement de la fortune mobilière, il faut laisser passer la Révolution : alors, de nombreux gouvernements émettent des emprunts à la suite des guerres du Premier Empire, puis apparaissent en France sous la Monarchie de Juillet d'innombrables actions d'entreprises de toute sorte, « telles que compagnies de navigation, pêcheries de morues, parcs à huîtres flottants, houillères, mines d'asphalte, bitume élastique, mastic bitumeux végétal, galvanisation, zincage du fer, affinage de la fonte, acier fusible et damas oriental, machines omnitoles, gaz, filatures cuirs et velours gravés, cordages et tissus en soie végétale, sucreries, savonneries, amidonneries, bains, bougies, parfumeries et tant d'autres dont les noms seuls nous font parfois sourire et évoquent le souvenir de l'immortel Jérôme Paturot » (1).

Jusqu'à cette époque la partie essentielle des patrimoines individuels consistait en immeubles, la législation à défaut de l'histoire nous le démontrerait suffisamment. Toutes nos anciennes lois relatives à la transmission des biens, aux régimes matrimonial et successoral sont aussi développées sur le chapitre des immeubles qu'elles sont brèves sur le chapitre des meubles.

Mais les valeurs mobilières sont-elles des meubles à proprement parler ?

De nombreux économistes ont signalé l'imperfection de cette expression qui, dans notre langue, désigne un mode particulier de la possession des choses.

(1) R. G. Lévy, *Revue des Deux-Mondes*, mars 1897.

Le Code civil a divisé en meubles et immeubles les biens de toute nature susceptibles d'appropriation. A côté des meubles corporels : toutes choses sujettes à l'appropriation et transportables d'un bien à un autre, la loi, voulant faire entrer dans sa division bipartite toutes espèces de biens, a rangé une série de meubles abstraits, fictifs, qui, pourrait-on dire, ne sont par nature pas plus mobiliers qu'immobiliers. L'article 529 en donne l'énumération :

« Sont meubles par détermination de la loi les obligations et actions qui ont pour objet des sommes exigibles ou des effets mobiliers, les actions ou intérêts dans les compagnies de finance, de commerce ou d'industrie, encore que des immeubles dépendants de ces entreprises, appartiennent aux compagnies. Ces actions ou intérêts sont réputés meubles à l'égard de chaque associé seulement, tant que dure la société. »

« Sont aussi meubles par détermination de la loi les rentes perpétuelles ou viagères, soit sur l'Etat, soit sur des particuliers. »

Il y a quelque chose qui paraît contradictoire dans le caractère invariablement mobilier de cette part de propriété d'un capital en partie immobilier, on fait remarquer que la contradiction n'est qu'apparente, parce que tant que la société existe c'est la personnalité civile de cette société, et non les actionnaires individuellement, qui est actuellement propriétaire du fonds social et des immeubles qui en peuvent dépendre. L'intéressé n'a droit qu'à la distribution de dividendes ou d'intérêts, choses essentiellement mobilières. Mais les rentes dans l'ancien droit étaient considérées comme immobilières et cela en concordance avec l'origine même de la rente perpétuelle qui était la consti-

tution légale d'un immeuble fictif producteur de fruits annuels.

La loi a voulu donner dans tous les cas le caractère mobilier à cette catégorie de biens pour en faciliter la circulation, les soustraire aux droits et entraves des mutations de la propriété immobilière. C'est, avons-nous dit, un mode *sui generis* de la possession des choses, une forme relativement nouvelle de l'antique institution de la propriété, cette possession elle-même peut être de nature diverse, et ce que le possesseur a entre les mains, le titre, n'est que la simple représentation, le simulacre de cette chose, qui peut n'être qu'une irréalité.

En effet « la conception primitive de la propriété, celle qui prévaut encore dans l'esprit de la majorité des hommes et qu'exprime d'ailleurs le nom, est la mainmise par une personne sur une chose, sur une réalité. La propriété, c'est *ce qui est propre* à une personne ou à une communauté. Or l'invention des valeurs mobilière a eu pour effet de constituer à l'état de propriété des irréalités, telles que les créances sur une communauté, Etat, province, département, commune, corporation. Une créance peut sans doute se traduire par la dépossession du propriétaire débiteur qui ne tient pas ses engagements, au profit de son créancier ; mais, tant que cette dépossession n'a pas eu lieu, le créancier ne saurait être considéré comme propriétaire de ce qui appartient à son débiteur. La propriété se définit en effet le droit d'user et d'abuser ; or, le créancier n'a pas l'usage des biens de son débiteur. Que possède-t-il donc ? Une promesse, un droit éventuel d'expropriation, c'est-à-dire deux irréalités. Quand le débiteur est un Etat, le créancier ne possède pas le second de ces droits. Sa propriété consiste alors dans une pure irréalité sans sanction. Cependant cette irréalité,

cette promesse a une valeur puisqu'elle s'achète et se vend et qu'elle a pour elle un marché très actif. On a pu, de tout temps, assimiler une créance à une propriété puisque le créancier pouvait céder ses droits à une autre personne, mais c'était une fiction, une analogie ; cette assimilation n'a pris un caractère de vérité que lorsque les créances ont été représentées par des morceaux de papier, par des certificats déclarés cessibles par la loi et pour lesquels s'est organisé un marché (1) ».

Cette étude portant sur les valeurs étrangères, la première question qui doit être résolue est de désigner quel est le criterium auquel on peut reconnaître la nationalité d'une valeur mobilière. Parfois, pour les valeurs émises par des sociétés, il peut y avoir ambigüité.

« Le Code civil, de nombreuses lois postérieures, ont minutieusement indiqué quels individus sont français, quels individus sont étrangers, comment on acquiert la qualité de français, comment on la perd : aucune loi ne s'est préoccupée de trancher la même question pour les sociétés » (2).

La nationalité d'un titre ne peut être déterminée en prenant en considération et comme bases de cette détermination des circonstances telles que celles du lieu d'émission ou celle du pays où circule le titre, ce sont là des faits essentiellement variables que les intéressés peuvent modifier à leur gré. Il importe de trouver des liens plus solides pour désigner à quelle nation une valeur doit être rattachée (3).

(1) Ch. Limousin, Congrès 1900, Rap., n° 137.

(2) Robin, *Régime légal des valeurs étrangères spécialement au point de vue fiscal*.

(3) Pougnet, *Valeurs étrangères et fonds d'Etat étrangers devant l'impôt*.

Si l'on se reporte aux textes de lois, on voit que jamais n'est employée l'expression *titres étrangers*, mais titres de sociétés, compagnies, etc., étrangères. Ces termes indiquent que c'est l'extranéité des sociétés que la loi a eu en vue et non celle des titres, ses dispositions sont applicables quelles que soient les conditions d'émission et d'existence des titres, par cela seul que les établissements émetteurs sont étrangers. La question ne doit pas être posée pour les villes, provinces et établissements publics. Mais pour les sociétés ?

Certains auteurs (1) déclarent que la nationalité est déterminée par le siège social, le principal siège social s'il y en a plusieurs ; sans avoir à tenir compte de la nationalité des associés ; la société, personne morale, a sa nationalité propre (2). C'est l'opinion professée par M. Lyon-Caen (3) : « Il paraît rationnel de s'attacher, en principe, au pays dans lequel est le principal établissement. Ce pays est facile à déterminer pour les sociétés qui, comme les compagnies de chemins de fer ou de mines, se livrent à des opérations se rattachant au sol même. La difficulté peut être plus grande pour d'autres sociétés, telles que les sociétés d'assurances et de banque, qui souvent font des opérations dans plusieurs Etats. Du reste, à moins qu'il n'y ait une fraude caractérisée, on peut laisser aux fondateurs d'une société le droit de la rattacher au pays dans lequel elle a son siège administratif réel. »

(1) P. Pont, *Traité des sociétés*, t. II, n° 1856 ; Vavasseur, *Traité des sociétés*, t. II, p. 565 (cités par M. Robin).

(2) La loi belge, 18 juillet 1873, article 129, admet ce principe : « Toute société dont le principal établissement est en Belgique est soumise à la loi belge, bien que l'acte constitutif ait été passé en pays étranger » (*Annuaire législation étrangère*, 1874, p. 364).

(3) Lyon-Caen et Renault, *Manuel de droit commercial*, p. 248.

C'est cette solution qu'a adoptée en 1900 le Congrès international des sociétés par actions.

Un autre système serait que la nationalité de la majorité des associés déterminât celle de la société. Plausible pour les sociétés constituées *intuitu personæ*, ce serait inadmissible pour les sociétés par actions, pour les sociétés de capitaux où la personne des associés n'est pas prise en considération. Un autre critérium a été proposé :

« Comme c'est de la loi que les sociétés tiennent leur personnalité, il y a d'abord lieu, pour savoir si une société est française ou étrangère, de rechercher sous l'empire de quelle loi elle s'est formée, ce n'est là toutefois qu'un élément très important d'une situation qui doit être envisagée dans son ensemble : siège de la société, dénomination, nationalité de ceux qui la composent, peuvent servir à corroborer la solution » (1).

Quant à la jurisprudence elle n'a adopté aucun système absolu et les solutions varient suivant les circonstances et les espèces (2).

Dans cette étude nous étudierons les valeurs mobilières uniquement comme emploi de l'épargne française.

Il ne nous semble pas possible de construire une théorie générale des valeurs mobilières étrangères dans leurs rapports avec les épargnes nationales, vraie pour tous pays. Le rôle des valeurs étrangères varie en effet avec les différents régimes de chaque pays. Il sera d'une im-

(1) Demasure, *Traité du régime fiscal des sociétés*, n° 179 (cité par M. Robin).

(2) Cf. décisions : Trib. Lyon, 13 février 1878, *Journal d'enregistrement*, 20721 ; Trib. Annecy, 3 avril 1879, sur pourvoi : Cass., 21 juin 1880, D. 80.1.465 ; C. Paris, 23 janvier 1889, *Le Droit*, 9 février 1889 ; Trib. Seine, 27 mars 1896, *Répertoire de l'Enregistrement*, n° 1166 (citées par M. Robin).

portance plus ou moins marquée, sera favorable ou contraire au développement de la richesse publique selon que l'économie du pays envisagé aura tel ou tel caractère.

Par suite de l'étendue, de la configuration de son territoire, de l'importance et de la nature des richesses de son sol, du développement et des spécialisations de son industrie, de l'extension et des directions de son commerce, du nombre de ses habitants, de leurs mœurs, des qualités propres à la race, par suite de la certaine unité morale résultant du patrimoine, légué par les générations antérieures, de charges, d'institutions et de législations communes, de son importance politique au regard de ses voisins, chaque nation s'affirme différente des autres, chaque pays a une économie qui lui est propre, une économie nationale.

« Les nations ou Etats ne sont pas seulement des êtres qui n'ont d'existence et de vie que dans la sphère des intérêts politiques, ce ne sont pas seulement des souverainetés qui s'exercent à l'intérieur pour obtenir la satisfaction d'intérêts généraux, ce ne sont même pas seulement des personnes de droit international, des souverainetés qui se manifestent en dehors comme à l'intérieur ; ce sont aussi des organisations qui présentent une certaine unité au point de vue économique.

« Ces Etats ont un rôle dans l'ordre économique, ils ne sont pas limités aux fonctions de défense, de police et de justice ; ils auront à intervenir, dans l'ordre économique, pour remédier à ce que l'action des individus aurait d'inefficace ou de contraire à l'intérêt commun. Ils ont à donner une certaine impulsion à l'activité économique. Tout ceci n'aboutit pas à contester qu'il y ait une vie économique d'un ordre beaucoup plus général que celle qui

se passe dans les limites des frontières de l'Etat. Il y a des rapports économiques entre les nations et ces rapports peuvent s'étendre à toute l'humanité ; mais pourtant il y aura une certaine différence entre la vie propre de chaque Etat, entre les forces de concentration, en quelque sorte, de son activité économique et le rayonnement extérieur de cet Etat » (1).

La constitution économique des sociétés est différente selon les pays, selon les temps, et cette constitution se transforme sans cesse.

Telle nation en voie de progrès économique aura besoin de la totalité des capitaux disponibles de ses nationaux.

Telle autre, également productive, pourra avoir des industries suffisamment pourvues de capitaux : il ne lui sera plus nuisible, comme à la première — bien au contraire — d'exporter une partie de ses épargnes, de posséder une quantité notable de valeurs mobilières étrangères en son portefeuille.

On ne peut donc établir de règle générale : ce qui sera favorable dans ce pays, ne le sera point en tel autre.

Il faut tenir compte du rapport qui existe entre la masse des capitaux d'épargne et celle des emplois qu'ils peuvent trouver dans les entreprises et placements nationaux. Il faut tenir compte de l'importance absolue de cette épargne, et comme nous le verrons plus loin, c'est par là que le régime économique de la France se caractérise le plus nettement. La France, de toutes les nations du monde est peut-être celle qui a la plus grande puissance d'épargne. Cette épargne française, a elle-même pour caractéristique, en dehors de sa puissance de reproduction, d'être infini-

(1) M. Cauwès à son cours.

ment répandue dans la nation. La fortune de la France est un agrégat de très petites fortunes ; suivant la métaphorique et très exacte expression de M. Neymarek, qu'il faut toujours citer quand on s'occupe de cette question, il existe en France « une véritable poussière de titres, une poussière de revenus ».

C'est montrer l'intérêt capital qu'il y a de rechercher si les valeurs mobilières étrangères sont le meilleur placement que ces petits épargnistes puissent trouver pour leurs capitaux et cela, tant à leur point de vue, qu'à celui de la collectivité tout entière.

Dans une première partie nous verrons quel est le montant approximatif total des valeurs étrangères possédées par nos rentiers, dans quel rapport elles viennent concourir dans leurs portefeuilles avec les valeurs françaises ; nous rechercherons les diverses causes de la faveur dont jouissent ces genres de placements ; nous examinerons les avantages et les inconvénients qu'ils comportent.

Dans une deuxième partie nous étudierons successivement la législation fiscale et les règles d'admission de ces valeurs sur nos marchés en tant que moyen d'action sur la répartition des capitaux.

Nous passerons ensuite en revue les différents moyens d'action pour assurer la sécurité des porteurs de valeurs étrangères. Enfin nous répondrons à la question de savoir si, seule une législation internationale pourrait établir la complète garantie des porteurs des différents pays, et ce sera la conclusion de cette étude.

PREMIÈRE PARTIE

L'EXPORTATION DES CAPITAUX FRANÇAIS

CHAPITRE PREMIER

ÉTUDE STATISTIQUE

Jusqu'en 1806 nous ne voyons figurer aucun fonds étranger à la cote de la Bourse de Paris.

En 1811 apparaissent les titres d'un emprunt 6 0/0 du roi de Saxe ; en 1817 l'emprunt 5 0/0 des Deux-Siciles ; en 1822 les fonds espagnols 5 0/0 ; en 1823 les obligations prussiennes ; en 1824 le 5 0/0 portugais ; en 1825 l'emprunt haïtien : en 1832 le 5 0/0 romain en 1833 les fonds grecs 5 0/0, de nouveaux types de rente espagnole 3 0/0 ; en 1834 le 2 1/2 hollandais, l'emprunt-loterie des Etats sardes ; en 1835 le 5 0/0 hollandais ; en 1836 les obligations de la Banque des Etats-Unis ; en 1837 les diverses rentes belges 4 et 5 0/0, la rente 5 0/0 autrichienne dite métallique et les lots du même pays ; de 1838 à 1840 divers emprunts américains, le 6 0/0 Illinois, le 5 0/0 New-York-Etat, 5 0/0 New-York-Ville, le 6 0/0 Etat d'Ohio, le 5 0/0 Etat d'Indiana, les obligations pédristes et miguélistes du Portugal.

Ce ne sont jusque-là que rentes d'Etat, effets publics. En 1838 on voit apparaître les titres de la société rhénane du Chemin de fer de Cologne à la Belgique. Puis après 1840 arrivent certaines actions étrangères telles que celles de la Banque de Belgique, Banque foncière de Belgique, Société Générale belge, chemins de fer d'Anvers-Gand, Charleroi-

Erquelines, Compagnie anglo-belge, Naples-Nocera-Castellamare, Compagnie des Charbonnages belges, mines de Mouzaïa en Algérie, mines de zinc de la Vieille-Montagne en Belgique et de Stolberg en Westphalie. De 1852 à 1870, sous l'Empire, le chapitre des fonds d'Etats étrangers prend à la cote de Paris une importance considérable : à une longue liste s'ajoutent les fonds turcs, le 5 0/0 italien, le 2 1/2 et le 4 1/2 belge, les obligations de Bruxelles et de Liège, le 7 0/0 égyptien de 1866 créé par Ismaïl-Pacha, le 6 0/0 des Etats-Unis émis pendant la Sécession, le 6 0/0 mexicain, le 7 0/0 tunisien, le 5 0/0 hongrois, le 6 0/0 péruvien de 1870, le 8 0/0 roumain de 1867, les emprunts russes 4 0/0 dits Nicolas de 1867 et 1869, et les 5 0/0 de 1862 et 1870.

En même temps apparaissent à la cote des titres d'entreprises particulières, tels que les actions de la Société impériale et royale autrichienne de crédit pour le commerce et l'industrie, de la Banque du Commerce et de l'Industrie de Darmstadt, de la Compagnie Générale de Crédit en Espagne et surtout de nombreux titres de chemins de fer étrangers. La France à cette époque non seulement exportait des capitaux, mais aussi ses ingénieurs qui allaient construire des lignes en Russie, en Autriche, en Italie, en Espagne, au Portugal ; par une naturelle conséquence, la cote se couvre des actions et obligations du chemin de fer Guillaume-Luxembourg, des chemins de fer russes, autrichiens, est-hongrois, nord-ouest d'Autriche, lombards-vénitiens, romains, portugais, Madrid-Saragosse, Séville-Xérès, Cordoue-Séville. Pampelune, Nord d'Espagne ; des gaz de Florence, de Venise, de Naples, de Padoue, Vicence et Trévise, de Trieste, de Vérone, de Bilbao, de Malaga, de Coblenz, de Bruxelles ; les glaces

d'Aix-la-Chapelle, les mines de Huelva, les canaux Cavour et de l'Ebre, la Compagnie fermière des tabacs italiens, etc. (1).

Nos placements à l'étranger, ralentis un temps après 1871 (le loyer des capitaux de France s'était relevé, ceux-ci n'avaient plus de raisons pour aller chercher au loin des intérêts rémunérateurs), ont repris leur développement aussitôt les cinq milliards d'emprunt absorbés et classés.

Aucune catastrophe n'a depuis interrompu le cours normal des choses, ni bouleversé l'harmonie économique du pays, celui-ci a donc continué de consacrer une partie de ses réserves, de ses épargnes, à l'acquisition de valeurs étrangères. Il y a maintenant plus de 320 valeurs étrangères inscrites à notre cote officielle. Voici le nombre des valeurs étrangères inscrites à différentes époques d'après M. Théry :

DATES	Fonds d'Etat	Obligat.	Actions	Total
1850 (31 décembre). . . .	24	2	2	28
1869 (31 décembre). . . .	58	24	27	109
1880 (1 ^{er} juillet).	85	26	26	137
1890 (1 ^{er} juillet).	104	39	40	183
1899 (31 décembre). . . .	150	58	65	273

(Ce tableau n'a qu'une valeur indicative, les capitalistes français ne possèdent pas nécessairement toutes les valeurs inscrites à la cote.)

(1) R. G. Lévy, *Revue des Deux-Mondes*, 1897.

Après l'Angleterre nous avons le plus important portefeuille étranger du monde, l'objet de notre étude est de voir quel est le montant en capital de ce portefeuille et dans quelle proportion les valeurs mobilières étrangères viennent concourir avec les valeurs nationales dans les placements des rentiers et capitalistes français.

L'on peut établir avec quelque précision la statistique des valeurs françaises, on a pour cela des documents certains. *L'Annuaire officiel* des agents de change qui indique le nombre exact des valeurs négociables, addition faite des émissions et déduction faite des amortissements, la cote officielle qui donne le cours de ces valeurs, la cote de la Chambre syndicale des banquiers, les résultats de l'impôt sur les valeurs mobilières publiés par l'administration de l'Enregistrement et du Timbre. En ce qui concerne les rentes françaises il suffit de capitaliser à 3 0/0 les arrérages du 3 0/0 et du 3 0/0 amortissable pour avoir la valeur nominale de nos rentes en capital ; pour les valeurs soumises à l'impôt, le produit de la taxe de 4 0/0 fournit le montant des intérêts et dividendes et en le capitalisant à un taux variable suivant les catégories de valeurs on obtient le capital qu'elles représentent à quelques centaines de millions près.

Mais il est impossible de prétendre donner autre chose que des évaluations conjecturales quant aux nombre et capital des valeurs étrangères possédées par les capitalistes français.

En effet, les valeurs étrangères inscrites à la cote officielle, ou négociables sur le marché libre, sont négociables aussi dans leur pays d'origine et sur un ou plusieurs des grands marchés internationaux. Le jeu de l'arbitrage, les demandes et offres réelles du capital français provoquent un mou-

vement incessant de ces valeurs entre ces diverses places et nos marchés. Le contrôle est impossible d'autant plus que certaines : les coupons de fonds d'Etats étrangers, ne sont pas soumises aux impôts annuels qui pèsent sur les autres valeurs mobilières.

Une grande quantité de porteurs français soit pour profiter d'un change meilleur, soit — le plus souvent — pour échapper à l'impôt, touchent leurs coupons sur une place étrangère, y ont même leurs titres déposés.

Ce dernier fait indique clairement l'impossibilité dans laquelle on se trouve d'établir un inventaire tant soit peu exact des valeurs mobilières étrangères possédées par nos capitalistes. On l'a tenté cependant et voici quels sont les procédés d'évaluation indiqués par M. Neymark :

« Les taxations diverses dont ces titres sont l'objet en France, sont déjà un élément d'évaluation ; les statistiques officielles étrangères indiquant les remises faites dans des pays étrangers pour le coupon des dettes extérieures sont un second élément. »

L'Italie, la Russie, l'Espagne, et la Turquie par le conseil d'administration de la dette ottomane donnent chaque année des relevés des sommes payées à Paris par ces Etats pour le service de leurs dettes, ce qui permet d'évaluer exactement le capital de ces fonds étrangers,

M. Neymarck indique encore : « Les rapports des sociétés privées, les cours du change, le contrôle des divers chiffres par la comparaison des statistiques étrangères et des documents publiés sont un troisième élément.

« Les émissions, introductions de titres, négociations etc., sur les divers marchés sont encore un quatrième élément de recherches. Ce n'est pas tout, le statisticien qui veut faire le dénombrement des valeurs mobilières en général ne

doit rien négliger : droits de timbre au comptant, timbre par abonnement, droits de transmission pour les transferts et conversions, taxe annuelle sur les titres au porteur, comment se paient les vérifications des états et relevés signés et certifiés par les assujettis, taxe annuelle sur les intérêts et dividendes, revenus et autres produits des actions de toute nature des sociétés, lots et primes de remboursements payés aux créanciers et porteurs d'obligations, effets publics et autres titres d'emprunts ; relevé des taxes d'abonnement au timbre et des droits de transmission payés par les sociétés, etc... Ajoutons enfin que si chacune de ces sources d'information a sa valeur, toutes doivent être réunies et contrôlées, pour obtenir un résultat *approximativement* exact ».

De nombreux économistes ont tenté, par de semblables moyens indirects, d'arriver à donner une évaluation des valeurs étrangères en France.

En 1864 M. Auguste Vitu estimait que les rentiers pouvaient posséder environ 20 à 22 milliards de valeurs mobilières, tant françaises qu'étrangères, circulant à la Bourse de Paris, rapportant environ 1 milliard, sur lequel les titres étrangers pouvaient rapporter 125 millions.

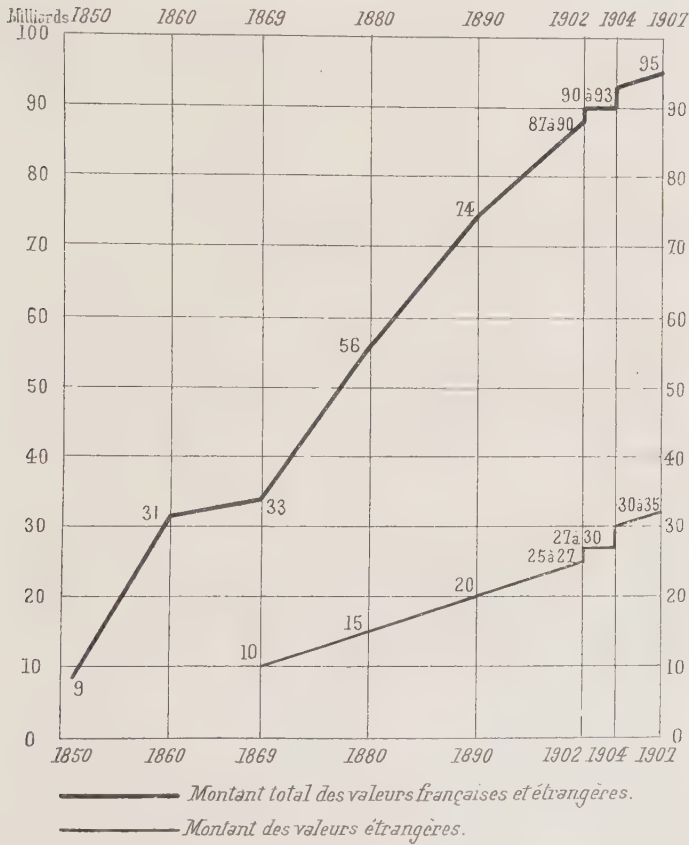
En 1875 Léon Say estimait qu'avant 1870 il y avait 10 à 12 milliards de valeurs étrangères.

En 1880 M. Leroy-Beaulieu donne le chiffre de 12 à 15 milliards.

En 1888 M. de Foville calculait qu'en France il devait y avoir 2 milliards en capital de valeurs soumises à l'impôt de 3 0/0 sur le revenu, et 16.500 millions de valeurs non taxées, fonds d'Etat ou autres, soit un total de 18 milliards, 500 millions de valeurs mobilières étrangères.

M. R. G. Lévy dans une étude publiée en 1897 estimait

*Ensemble des valeurs mobilières françaises et étrangères,
appartenant en propre aux capitalistes français.*



à 26 milliards le total des capitaux français placés à l'étranger.

A la même époque M. Théry donne une évaluation qui si elle diffère pour certains chiffres de détail, est néanmoins semblable pour le total.

Ce chiffre de 26 milliards, vieux de dix ans aujourd'hui, a, de beaucoup, été dépassé et on peut même considérer la dernière évaluation donnée par M. Neymarck : 30 milliards, comme en dessous de la réalité.

Pour montrer le continuel accroissement du nombre des valeurs mobilières étrangères possédées par les rentiers français, nous donnons le tableau des émissions et introductions en France de 1901 à 1906. Le renseignement donné par une semblable statistique n'est pas d'une grande exactitude : on ne peut être fixé absolument quant à ces émissions et introductions, il en est toujours beaucoup sur lesquelles on n'attire pas l'attention du public d'une façon toute particulière ; on a, il est vrai, comme points de repère les avis de la Chambre syndicale des agents de change ainsi que les demandes d'abonnement au timbre ; d'autre part, il ne faut pas perdre de vue qu'il est impossible d'établir rigoureusement la proportion dans laquelle les titres nouvellement inscrits sur notre marché sont réellement entrés dans les portefeuilles de nos nationaux. Il est permis de supposer néanmoins ce renseignement approximatif comme ayant une certaine valeur, car il est vraisemblable de supposer que les gouvernements qui demandent l'inscription à la cote et les sociétés étrangères qui acceptent la charge assez lourde de l'abonnement ne le font pas sans avoir à l'avance quelques bonnes raisons de croire trouver une clientèle chez nos capitalistes et rentiers.

Emissions et introduction en France de valeurs mobilières.

	Françaises	Etrangères	TOTAL
1906			
Fonds d'Etat, départements, villes.	21.562.816	2.375.349.782	2.396.912.598
Obligations diverses.	401.591.058	660.948.555	1.062.539.613
Actions, parts de fondateurs.	447.169.692	1.169.953.951	1.617.123.643
Totaux.	870.323.566	4.206.252.288	5.076.575.854
1905			
Fonds d'Etat, départements, villes.	228.638.460	1.076.732.806	1.305.371.266
Obligations diverses.	130.084.660	544.199.070	674.283.730
Actions, parts de fondateurs.	527.235.375	1.379.953.812	1.907.189.187
Totaux.	885.958.495	3.000.885.688	3.886.844.183
<i>Différence pour 1906. . .</i>	<i>- 15.634.929</i>	<i>+ 1.205.366.600</i>	<i>+ 1.189.731.671</i>
1904			
Fonds d'Etat, départements, villes.	66.303.320	1.696.309.333	1.762.612.653
Obligations diverses.	80.391.080	121.380.269	201.771.349
Actions, parts de fondateurs.	294.171.600	1.607.559.100	1.361.730.700
Totaux.	440.866.000	2.885.248.702	3.326.114.702
<i>Différence pour 1905. . .</i>	<i>+ 445.092.495</i>	<i>+ 1.156.636.986</i>	<i>+ 550.729.481</i>
1903			
Fonds d'Etat, départements, villes.	92.365.640	1.625.395.400	1.717.761.040
Obligations diverses.	514.534.000	402.302.260	916.836.260
Actions, parts de fondateurs.	170.924.250	328.743.550	499.667.800
Totaux.	777.823.890	2.356.441.210	3.134.265.100
<i>Différence pour 1904. . .</i>	<i>- 336.957.890</i>	<i>+ 523.807.492</i>	<i>+ 191.849.602</i>
1902			
Fonds d'Etat, départements, villes.	156.755.482	778.508.130	935.263.612
Obligations diverses.	69.484.250	117.492.231	186.976.481
Actions, parts de fondateurs.	61.513.500	533.246.290	594.759.790
Totaux.	287.753.232	1.429.246.651	1.716.999.883
<i>Différence pour 1903. . .</i>	<i>+ 490.070.658</i>	<i>+ 877.194.559</i>	<i>+ 1.367.265.217</i>
1901			
Fonds d'Etat, départements, villes.	271.824.370	1.565.447.530	1.837.271.900
Obligations diverses.	139.768.000	112.785.225	252.553.225
Actions, parts de fondateurs.	229.867.000	372.950.000	602.817.000
Totaux.	641.459.870	2.051.182.755	2.692.642.125
<i>Différence pour 1902. . .</i>	<i>- 353.706.138</i>	<i>- 621.936.104</i>	<i>- 975.642.242</i>

Avant de donner les dernières évaluations qui aient été faites, de la fortune mobilière de la France : valeurs étrangères et valeurs françaises, il est intéressant de voir quel capital représente l'ensemble des valeurs admises sur nos différents marchés.

Les valeurs admises à la cote officielle de la Bourse de Paris, déduction faite des titres amortis, représentaient au cours du 31 décembre 1904 un capital supérieur à 130 milliards (130.401.386.200 fr.). Se répartissant ainsi : 66.410.659.500 francs pour les valeurs étrangères et 63.990.726.700 francs pour les valeurs françaises.

Quant aux valeurs cotées à Paris sur le marché en banque, si nous additionnons les deux groupes de valeurs : d'une part, celui des valeurs se négociant au comptant et à terme ; de l'autre, celui des valeurs négociables exclusivement au comptant, nous obtenons au total un capital vénal de 15 milliards 147 millions, au cours du 31 décembre 1902.

La Chambre syndicale des banquiers de valeurs au comptant et à terme ne publie plus ces statistiques, mais d'après l'estimation de M. Neymarck il faudrait pour approcher ce chiffre exact du capital vénal représenté par l'ensemble des valeurs négociables sur le marché en banque, majorer le chiffre de 1902 d'une dizaine de milliards.

Ce marché prend en effet une importance rapidement croissante ; en février 1900, ce capital n'était que de 9.092.957.213 francs.

En admettant cette approximation, on aurait donc environ 25 milliards de valeurs négociables, sur le marché libre.

Valeurs négociables à la Bourse de Paris (31 décembre 1904)

Valeurs françaises.

VALEURS	Nombre de titres en circu- lation au 31 déc. 1904	Capital nominal	Capital au cours du 31 déc. 1904
Rentes françaises.	—	25.934.020.000	25.370.950.000
Obligations du Trésor . . .	—	320.757.500	320.757.500
Colonies et Protectorats . .	1.819.517	568.718.500	512.841.300
Ville de Paris.	4.711.311	2.022.169.200	1.972.531.400
Départements et Villes. . .	559.709	193.869.100	192.199.700
Assurances.	419.497	108.240.700	729.194.400
Crédit Foncier.	9.489.126	4.339.911.300	4.211.057.800
Banques et Sociétés de crédit	3.476.500	1.366.531.100	2.440.100.100
Canaux.	2.748.874	500.729.900	1.952.874.800
Est, Midi, Lyon, Orléans, Ouest	36.286.090	17.975.184.300	19.017.119.000
Chemins de fer et Tramways	5.031.256	2.121.290.400	2.016.166.000
Docks.	286.659	139.056.000	137.465.700
Eaux.	602.728	251.886.900	402.276.800
Electricité.	1.011.593	397.744.200	378.272.900
Filatures.	38.000	19.000.000	21.864.000
Gaz	1.165.721	333.406.000	576.916.400
Forges, fonderies.	1.378.720	543.020.200	798.925.200
Houillères.	1.027.219	167.240.500	959.253.400
Mines métalliques	802.386	179.783.600	377.280.100
Phosphates, engrais, produits chimiques.	340.467	77.973.500	308.026.300
Ports.	98.784	38.892.000	49.752.900
Transports.	1.190.453	478.121.500	388.892.800
Valeurs diverses.	3.316.232	592.875.700	856.008.200
	75.800.842	58.670.422.700	63.990.726.700

Valeurs étrangères.

Fonds d'Etats Russie. . . .	12.480.513	11.952.854.100	10.575.538.400
Fonds d'Etats étrangers Di- vers.	21.049.665	50.297.185.900	47.234.209.500
Sociétés, Assurances, Ban- ques.	2.936.388	1.007.935.500	1.459.374.700
Sociétés, Chemins de fer. . .	14.713.593	7.253.045.500	5.226.781.000
Sociétés, Divers.	3.495.274	898.230.100	1.614.756.200
	54.675.233	71.409.231.100	66.110.659.500
Total général.	130.476.075	130.079.673.800	130.101.386.200

**Valeurs mobilières cotées à Paris sur le marché
en Banque (31 décembre 1902).**

I. — Valeurs se négociant au comptant et à terme.

	Capital vénal Millions
Fonds d'Etats, villes et départements	440,9
Métallurgie, fabriques de machines	6,9
Mines de charbons, cuivre, fer, zinc, plomb, argent, dia- mants	1.385,0
Mines d'or, sociétés d'exploration.	4.255,0
Obligations de chemins de fer.	834,7
Valeurs diverses	169,4
Total.	7.091,9

II. — Valeurs se négociant exclusivement au comptant.

Fonds d'Etats, villes, départements	4.117
Assurances et Banques	755
Chemins de fer et transports	28
Eclairage, électricité, gaz et eaux.	31
Métallurgie, fabriques de machines	327
Mines diverses, charbon, fer, etc.	332
Mines d'or, sociétés d'exploration.	282
Journaux, librairie, publicité	465
Obligations de chemins de fer, transports divers	1.283
Eaux, gaz, électricité, métallurgie.	50
Obligations diverses	386
Total.	8.056

Ces 25 milliards venant s'ajouter aux 130 milliards du marché officiel, forment un total de 155 milliards de valeurs négociables sur le marché de Paris.

Il faut y joindre le montant des valeurs négociables aux Bourses départementales : Lyon, Marseille, Bordeaux, Lille, Nantes, Toulouse, et dont le total dépasse certainement 3 milliards, mais y sont compris un grand nombre de valeurs déjà cotées à Paris et qui, conséquemment, font double emploi.

On obtient donc les chiffres suivants :

	Milliards
1 ^o Valeurs cotées et négociables sur le marché officiel . .	130
2 ^o Valeurs cotées et négociables sur les deux marchés en banque	25
3 ^o Valeurs cotées et négociables aux bourses départementales.	3
Total des valeurs négociables.	158

Sur ces 158 milliards de valeurs admises aux négociations sur les Bourses françaises, combien sont la propriété des capitalistes français ? Car il ne faut pas perdre de vue qu'une valeur *cotée* sur un marché n'est pas nécessairement *possédée* par les nationaux de ce pays ; d'autre part, il faut tenir compte d'un grand nombre de doubles emplois.

M. Neymarck a donné les évaluations suivantes, basées principalement sur le produit de la taxe de 4 0/0 sur le revenu des valeurs mobilières (1).

L'ensemble de la taxe sur les valeurs mobilières a produit (ainsi qu'il en appert du tableau publié dans la livraison de janvier 1903 du *Bulletin de statistique et législation comparée*) en 1901 : 82.195.288 fr. 50.

On trouve pour les valeurs mobilières proprement dites comme part d'impôts : 77.398.369 fr. 54 pour cela on déduit :

Produit taxe sur les lots, ...	4.300.155 fr. 25
» » » les primes	2.098.366 » 88
Taxe sur revenus de certaines collectivités.	1.281.723 » 62
Pénalités.	102.463 » 58
Recettes diverses.	276 » 98
Droits constatés ou non-valeurs	13.932 » 65
	4.796.918 fr. 96

(1) *Journal de la Société de statistique de Paris*, 1904.

$$\begin{array}{r}
 82.195.288 \text{ fr. } 50 \\
 - \quad 4.796.918 \text{ » } 96 \\
 \hline
 77.398.369 \text{ » } 54
 \end{array}$$

Ainsi les droits constatés sur les revenus des valeurs françaises et étrangères par l'impôt de 4 0/0 sur les valeurs mobilières (fonds d'Etat exceptés) représentent 77 millions: 69 millions pour les valeurs françaises et 8 millions pour les valeurs étrangères.

Le total des revenus imposés est donc exactement de 1,925 millions.

Capitalisés à 4 0/0, cela correspondrait à 48 milliards en chiffres ronds; mais le taux de cette capitalisation doit varier avec la nature du titre: nous prendrons 4 0/0 pour les actions françaises, 4 1/2 0/0 pour les parts d'intérêt et de commandite, 3 1/4 0/0 pour les obligations diverses, 4 1/2 0/0 pour les actions étrangères et 4 0/0 pour les obligations.

Cela nous donne les résultats suivants:

	Revenus taxés Millions	Capitalisation Milliards
Actions françaises	340	21
Parts d'intérêts et commandites.	57	1,3
Obligations françaises	843	26
Actions étrangères et sociétés ayant des biens en France	115	2,5
Obligations étrangères	78,5	2
	1.933,5	52,8

Mais la taxe 4 0/0 épargne les rentes françaises et les fonds d'Etat étrangers; il faut tenir compte aussi de la valeur en capital des divers titres étrangers non abonnés et qui simplement paient un droit de timbre.

**Droits et produits constatés et recouvrés sur la taxe sur le
revenu en France pour l'exercice 1901.**

Quotité des droits	REVENUS soumis aux droits	VALEURS sur lesquelles les droits ont été assis	DROITS CONSTATÉS
0/0	I. — Valeurs françaises.		
4	Actions des sociétés.	839.232.760 75	33.569.310 43
4	Parts d'intérêts.	21.116.813 »	844.672 52
4	Commandites.	36.941.815 50	1.477.675 82
4	Obligations { Communes.	12.175.034 »	487.001 36
4	et { Départements.	2.144.116 25	85.764 65
4	emprunts { Etablissements publics.	14.645.795 25	585.831 81
4 et 8	Sociétés.	814.375.019 75	32.575.000 79
4	Lots.	18.960.598 »	1.300.155 25
4	Primes.	52.459.172 »	2.098.366 88
	TOTAL (Valeurs françaises).	1.812.051.204 50	73.023.779 51
	II. — Valeurs étrangères.		
4	Actions des sociétés.	85.313.814 25	3.412.552 57
4	Obligations.	78.531.769 »	3.141.270 76
	Ensemble.	163.845.583 25	6.553.823 33
4	Sociétés ayant des biens en France	31.178.853 25	1.247.154 13
	TOTAL (Valeurs étrangères)	195.024.436 50	7.800.977 46
	TOTAL (Revenu des valeurs mob.)	2.007.075.641 »	80.824.756 97
	III. — Revenus de certaines collectivités.		
4	Biens possédés par des associations régies par la loi du 24 déc. 1884.	32.043.090 50	1.281.723 62
	IV. — Pénalités.		
	Droits en sus.	»	64.769 44
	Amendes de contravention.	»	37.694 14
	TOTAL (Pénalités).	»	102.463 58
	V. — Recettes diverses.		
3	Revenus distribués antérieurement à la loi du 26 décembre 1890. . .	9.232 66	276 98
	TOTAL GÉNÉRAL des produits de la taxe sur le revenu.	2.039.127.964 16	82.209.221 15
	[Droits et produits constatés ad- mis en non-valeur (988 fr. 09) mis à la charge des comptables — ou rep- porté à l'exercice suiv ^t (12.944 fr. 56)]	»	13.932 65
	RESTE en produits recouvrés	2.039.127.964 16	82.195.288 50

L'ensemble des valeurs mobilières appartenant en propre à nos capitalistes peut donc s'établir comme il suit :

Fonds d'Etat français, 3 0/0 et 3 0/0 amortissable (calculé au prix de 100). . .	27 milliards
Obligations Trésor et bons du Trésor, fonds d'Etat étrangers et valeurs étrangères.	19 »
Valeurs françaises et étrangères soumises à la taxe 4 0/0	52 »
Valeurs et fonds étrangers divers achetés et placés dehors.	2 »
	100 »

De ce total il faut déduire le montant des valeurs françaises pouvant appartenir à des étrangers, on admet généralement 10 0/0 de ces valeurs, cela considéré comme maximum.

	10 »
Reste un total de.	
	90 »

En 1893, dans un ouvrage intitulé : « Une nouvelle évaluation du capital et des revenus des valeurs mobilières », M. Neymarck estimait, qu'à deux ou trois milliards près, la valeur du portefeuille français devait être de 80 milliards rapportant en moyenne 4 0/0 ; de 1893 à 1903 ce portefeuille s'est accru de dix milliards en capital, de 300 millions en revenu ; revenu qui aurait été plus élevé encore sans les conversions françaises et étrangères qui l'ont réduit de 350 à 400 millions, et aussi sans la dépréciation subie par nombre de valeurs, sans les pertes nombreuses que l'épargne a supportées en des affaires aléatoires.

Dans un article publié en janvier 1907, ce même statis-

ticien disait garder ses évaluations de 1903 et estimer à 90 ou 95 milliards la fortune mobilière de la France ; dont 60 à 65 milliards de titres français et 30 milliards de valeurs étrangères, ce qui fait que les rentiers français posséderaient environ 30 0/0 des fonds et titres étrangers négociables au parquet des agents de change et sur le marché en banque, ceux-ci s'élevant à un total de plus de 80 milliards, ce ferait 25 milliards ; plus cinq milliards, approximation de la valeur des titres non cotés en France ou placés à l'étranger.

Il est intéressant de rapprocher de ces chiffres ceux donnés par M. Caillaux, ministre des finances, à la séance de la Chambre du 8 février 1907, au cours de la discussion de l'interpellation sur les opérations financières et manœuvres de Bourse, présentée par MM. Rouanet, Meslier, Willm et Jaurès :

« Si nous récapitulons ce que le pays possède de valeurs mobilières, je crois que l'on serait assez aisément amené à constater les faits suivants :

« L'épargne française doit concentrer environ 100 à 110 milliards de valeurs mobilières ; sur ce chiffre il y a 60 à 70 milliards de valeurs françaises, dont 25 milliards de fonds d'Etat et 15 milliards de valeurs garanties par l'Etat, plus 20 ou 25 milliards de valeurs qui ne jouissent ni d'une subvention de l'Etat, ni de la garantie d'intérêt.

« Les placements de nos nationaux en valeurs étrangères étaient généralement évalués par les économistes, il y a quelques années, à 30 ou 35 milliards. Comme j'ai quelque assurance que depuis lors, la somme, loin de diminuer, a été en augmentant, je ne pense pas être au-dessus de la vérité en disant qu'il y a 40 milliards de valeurs étrangères en France et je crois — d'après des statistiques

ques, celles-là, je suis en mesure d'avoir — que la somme des fonds d'Etat étrangers placés en France est d'environ 20 milliards, la proportion serait donc, en matière de valeurs étrangères, de 50 0/0 pour les fonds d'Etat »

En prenant une moyenne entre ces deux évaluations, celle de M. Neymarck et celle de M. Caillaux, on peut donc admettre qu'il y a environ 35 milliards de valeurs étrangères dans les portefeuilles français, pour 60 à 70 milliards de valeurs françaises; c'est-à-dire une proportion d'environ 35 0/0 de valeurs étrangères dans leurs placements.

Un très intéressant travail a été fait en 1897 par le regretté M. Pierre des Essarts, ancien chef du service des études économiques de la Banque de France. Quoique vieille déjà de dix ans, cette étude mérite encore d'être citée si l'on désire montrer dans quelle proportion les rentiers français ont placé leurs capitaux en valeurs étrangères.

M. des Essarts a dépouillé les portefeuilles de 1.032 déposants de titres, pris au hasard sur les 50.000 dépôts de titres de la Banque de France, et il a établi la valeur des titres de chaque portefeuille d'après les cours de la Bourse du 30 juin 1896.

Le capital total de ces 1.032 dépôts, disait M. des Essarts, s'élève à 69.896.797 fr. 43, soit une moyenne de 67.729 francs par déposant. Ce chiffre représente probablement mieux la moyenne générale des portefeuilles individuels que la moyenne générale (73.202 fr), car parmi les portefeuilles examinés, il y en a eu un qui s'élevait à une quarantaine de millions de francs et qui a été éliminé parce qu'il n'appartenait pas à un particulier, mais à une compagnie d'assurances. L'existence d'un certain nombre de portefeuilles de cette nature suffit pour

relever notablement la moyenne générale, mais si l'on s'en tient aux dépôts des particuliers, la moyenne ne doit pas sensiblement dépasser 68.000 francs en capital et 2.260 francs en revenus. Les 1.032 portefeuilles observés contiennent en capital :

		0/0
Rentes françaises	16.887.866.32	24
Valeurs françaises	26.664.768.15	39
Total des titres français	43.552.634.47	63
Rentes étrangères	22.744.699.94	31
Valeurs étrangères.	3.599.462.72	6
Total des titres étrangers.	26.344.162.66	37
Total général	69.896.797.13	100

« Le dépouillement des portefeuilles permet de se faire une idée de la manière dont se constitue la fortune mobilière : elle commence invariablement par des valeurs à lots ; puis arrivent les rentes françaises, les rentes russes, les actions et les obligations de chemins de fer français et les rentes étrangères, on ne voit apparaître les valeurs étrangères que plus tard. »

Les 1.032 portefeuilles avaient été divisés en 25 catégories, la première comprenait tous les portefeuilles d'un capital inférieur à 2.000 francs (85 portefeuilles), la deuxième les portefeuilles allant de 2.000 à 3.000 francs (38 portefeuilles), puis de 3 à 4.000, etc..., la dix-septième de 60.000 à 75.000 (45) et la dernière, 9 portefeuilles d'un capital supérieur à un million.

La composition des 85 portefeuilles de 2.000 francs et au-dessous s'établit ainsi :

	Capital en francs	0/0
Rentes françaises	17.284.39	18
Valeurs à lots	60.162.85	64
Valeurs françaises diverses. . . .	5.513	5.2
Rentes russes	12.463.25	12.6
Autres rentes étrangères	215	0.2
Valeurs étrangères	»	»
	95.638.49	100

Dans ce qu'on peut appeler les portefeuilles moyens, les 45 compris entre 60 et 75.000 francs, on trouve :

	Capital en francs	0/0
Rentes françaises	430.175.57	15
Valeurs à lots.	259.531.50	9
Valeurs françaises diverses	1.223.319.75	41
Rentes russes	612.626.11	20
Autres rentes étrangères	298.854.18	10
Valeurs étrangères	176.558.10	5
	3.001.065.21	100

Enfin la composition des 9 portefeuilles supérieurs à 1 million est la suivante :

	Capital en francs	0/0
Rentes françaises	3.406.566.42	30
Valeurs à lots.	162.186.25	2
Valeurs françaises diverses	3.081.927.50	26
Rentes russes	2.037.752.10	17
Autres rentes étrangères	2.706.884.49	23
Valeurs étrangères	165.740	2
	11.561.056.76	100

A la fin de sa très remarquable étude M. des Essarts faisait observer que la proportion des valeurs étrangères,

par rapport aux autres valeurs des déposants est plus forte à la Banque de France que dans le reste du pays, parce que la garde gratuite que cet établissement fait des fonds d'Etat russes (les frais sont supportés par le Trésor russe) y a augmenté d'une manière anormale les dépôts de ces titres.

De même, faisait remarquer M. Théry dans son rapport au Congrès international des valeurs mobilières de 1900, la proportion des rentes françaises y est trop faible par rapport à l'ensemble des valeurs mobilières françaises, à cause du stock des rentes des caisses d'épargne et des compagnies d'assurances qui ne circulent pas dans le public, et des titres nominatifs qui ne sont jamais déposés à la Banque de France.

En résumé, le travail de M. des Essarts nous indique que le portefeuille français contenait il y a une dizaine d'années « un minimum de 30 à 32 francs de fonds d'Etat étrangers et valeurs étrangères de toute sorte pour 100 francs de capital, car il faut prendre une proportion sensiblement inférieure à celle qui se présente cependant dans le portefeuille moyen des déposants de la Banque de France (1). »

En 1902, une enquête a été faite par le ministre des affaires étrangères pour évaluer les capitaux que les Français ont engagés dans le monde entier soit dans des opérations commerciales, soit en faisant fructifier leur argent dans les entreprises ou les emprunts étrangers.

Dans ces documents officiels nous trouvons dans quelles proportions pour chaque pays nos capitaux sont placés à l'étranger.

(1) Théry, *op. cit.*

Dans la répartition de cette fortune extérieure on peut dire que tous les pays sont représentés, l'Europe en prend la plus large part. La Russie et l'Espagne en première ligne : puis l'Angleterre, l'Autriche, la Turquie, la Belgique et la Roumanie. En Afrique nos capitaux se sont principalement portés sur deux points : l'Egypte et le Transvaal. En Amérique ce sont les Etats-Unis, le Mexique, l'Argentine et la Colombie. Voici un tableau indiquant les résultats de cette enquête pour les pays principaux.

Fortune française constatée à l'étranger :

4. Europe :	Millions de francs.
Espagne	2.974
Portugal	900
Angleterre.	1.000
Belgique.	600
Luxembourg.	62
Pays-Bas.	200
Danemark	131
Norvège	290
Suède	123
Allemagne	85
Russie	6.966
Suisse	455
Monaco	158
Italie.	1.430
Autriche-Hongrie	2.850
Roumanie	438
Bulgarie	48
Serbie	201
Grèce.	283
Turquie d'Europe et fonds tures. .	4.818
Total pour l'Europe.	<u>21.012</u>

2. Asie	1.121
3. Afrique	3.693
4. Amérique du Nord	1.058
Amérique centrale.	290
Amérique du Sud	2.624
5. Océanie, Finlande, Philippines	57
Total général.	<u>29.855</u>

Il ne faut pas oublier que depuis 1902 (année dans laquelle cet inventaire a été établi) d'importantes émissions ont eu lieu, de titres étrangers sur le marché de Paris, et particulièrement le dernier emprunt russe 1906 de 1.200 millions, ce qui porte ce chiffre de 29 milliards à celui qui a été donné de 35 milliards environ (1).

(1) Dans un article de la « *Revue* » signé Lysis, du 1^{er} février 1907, les énumérations suivantes des valeurs étrangères ont été données. La première complète les tableaux, que nous avons donnés précédemment, des valeurs admises à la cote officielle et à la cote en banque, les deux autres montrent l'effrayante invasion des titres étrangers, « tout excédent de capital à mesure qu'il se forme, en France est immédiatement changé en papier étranger ».

Valeurs étrangères cotées en Bourse le 31 décembre 1904.

MARCHÉ OFFICIEL : 2 emprunts anglais, 15 milliards 649 millions. — 6 emprunts argentins, 710 millions. — 6 emprunts autrichiens, 4 milliards 282 millions. — 1 emprunt Bahia, 15 millions. — 4 emprunts belges, 3 milliards 600 millions. — 4 emprunts de Berne, 132 millions. — 4 emprunts du Brésil, 884 millions. — 3 emprunts bulgares, 214 millions. — 2 emprunts canadiens, 239 millions. — 1 emprunt Cap de Bonne Espérance, 10 millions — 3 emprunts chinois, 498 millions. — 2 emprunts Congo, 128 millions. — 5 emprunts danois, 335 millions. — 5 emprunts égyptiens, 2 milliards 500 millions. — 1 emprunt espagnol, 1 milliard. — 1 emprunt Espirito-Santo, 16 millions. — 1 emprunt Etats-Unis, 243 millions. — 5 emprunts finlandais, 142 millions. — 3 emprunts Fribourg, 68 millions. — 1 emprunt Grisons, 10 millions. — 2 emprunts Haïti, 62 millions. — 5 emprunts helléniques, 509 millions. — 2 emprunts hollandais, 1 milliard 170 millions. — 1 emprunt

Nous donnons maintenant à titre comparatif la même statistique établie par M. Neymarck, et publiée dans son rapport à la session de Budapest (1901) de l'Institut international de statistique.

	En milliards de francs		
	Fonds d'Etat et similaires	Actions et Obligations	Totaux
Russie	7,0	1,0	8,0
Egypte et Suez	1,5	1,2	2,7
Espagne et Cuba	1,0	1,5	2,5
Autriche-Hongrie	2,0	0,5	2,5
Turquie	1,5	0,5	2,0
Argentine, Brésil, Mexique	1,5	0,5	2,0
Italie	1,2	0,5	1,7
Angleterre et Colonies	1,0	0,2	1,2
Portugal	0,5	0,5	1,0
Etats-Unis, Canada	1,0	—	1,0
Belgique, Pays-Bas, Suisse	1,0	—	1,0
Sud-Africain	—	0,8	0,8
Chine et Japon	0,2	0,3	0,5
Allemagne	0,5	—	0,5
Suède, Norvège, Danemark	0,5	—	0,5
Tunisie	0,2	0,1	0,3
Autres Etats	2,0	1,0	3,0
	22,6	8,6	31,2
Évaluation approximative des titres appartenant aux étrangers résidant en France			3,2
			28,0

Honduras, 62 millions. — 2 emprunts hongrois, 1 milliard 754 millions. 3 emprunts italiens, 8 milliards 270 millions. — 1 emprunt pontifical, 32 millions. — 1 emprunt Maroc, 62 millions. — 1 emprunt Minas-Geraes (Brésil), 57 millions. — 11 emprunts norvégiens, 396 millions, — 5 emprunts portugais, 994 millions. — 3 emprunts Québec, 54 millions. — 5 emprunts roumains, 1 milliard 11 millions. — 2 emprunts serbes, 404 millions. — 7 emprunts suédois, 398 millions. — 6 emprunts suisses, 739 millions. — 9 emprunts turcs, 2 milliards 155 millions. — 1 emprunt Uruguay, 497 millions. — Valeurs étrangères d'assurances et de banques, 1 milliard 8 millions. — Chemins de fer étrangers : espagnols, autrichiens, portugais, italiens, russes, etc., 7 milliards 253 millions. — Valeurs étrangères d'industrie et de mines. 898 millions.

La *Revue économique internationale* donne, dans un article intitulé « Placements à l'étranger » en date du 15 janvier 1906, les approximations suivantes :

Total : 71 *milliards*.

MARCHÉ LIBRE : 1 emprunt argentin, 3 brésiliens, 1 cubain, 1 hongrois, 1 italien, 1 napolitain, 1 mexicain, 1 norvégien, 1 transvaalien, 1 haïtien, etc. ; des emprunts de villes étrangères : Anvers, Bruxelles, Copenhague, Christiana, Fribourg, Liège, Madrid, Milan, Neuchâtel, Saint-Petersbourg, Venise, Vienne, Zurich, etc., 4 milliards 1/2. — Autres valeurs étrangères d'industrie et de mines 6 milliards. Total : 10 *milliards* 1/2.

Valeurs étrangères nouvelles en 1905.

MARCHÉ OFFICIEL : Emprunt japonais 4 0/0, 300 millions. — Crédit foncier égyptien, 185 millions. — Central Mining (Transvaal), 150 millions. — Emprunt ottoman 4 0/0, 121 millions. — Emprunt Sao-Paulo (Brésil), 95 millions. — Banque centrale mexicaine, 90 millions. — Emprunt suisse 3 1/2 0/0, 50 millions. — Société franco-américaine, 50 millions. — Chemin de fer Buenos-Ayres, 35 millions. — Banque du Mexique, 30 millions. — Banque de Londres et Mexico, 33 millions. — Emprunt siamois 4 1/2 0/0, 25 millions. — Emprunt chinois 5 0/0, 25 millions. — Emprunt bulgare 5 0/0, 20 millions. — Association minière (Transvaal), 25 millions. — Banque franco-argentine, 25 millions. — Emprunt ville de Bahia, 25 millions. — Chemins Thessalie, 23 millions. — Banque Pays-Autrichiens, 21 millions. — Sucreries d'Egypte, 30 millions. — Chemins de fer Santa-Fé, 30 millions. — Chemins de fer Sao-Paulo, 12 millions. — Port du Rosario, 21 millions. — Banque Crédit industriel de Grèce, 15 millions. — Land Bank of Egypt, 12 millions. — Emprunt norvégien, 12 millions. — Banque de Norvège, 10 millions. — Crédit franco-égyptien, 12 millions. — Banque hongroise de Pest, 10 millions. — Crédit foncier de Stockholm, 10 millions. — Crédit franco-canadien, 10 millions. — Exploitation Port-Salonique, 7 millions. — Emprunt mexicain 4 0/0 or, 8 millions. — Compagnie hellénique l'Electricité, 6 millions. — Emprunt hellénique 4 0/0, 6 millions. — Crédit foncier de Hongrie, 5 millions. — Sels Gemmes (Russie), 5 millions. — Oural Volga, 3 millions. — Emprunt belge, 3 1/2 0/0, 4 millions. — Compagnie immobilière Salonique, 4 millions. — Krivoï-Rog, 2 millions. Total : 1 *milliard* 562 *millions*.

MARCHÉ DE LA COULISSE : Emprunt Brésil 1903, 75 millions. — Emprunt t

La France a placé en Russie environ 7 milliards, dont 6 en fonds d'Etat et 880 millions en diverses entreprises minières et industrielles.

Brésil 1905, 50 millions. — Sud-Espagne, 48 millions. — Emprunt Pernambuco, 25 millions. — Venezuela 3 0/0, 14 millions. — Chemins de fer Brésil Nord-Ouest, 30 millions. — Ville de Vienne, 126 millions. — Ville de Varsovie, 88 millions. — Banque de Suède, 22 millions. — Mashonaland Railways, 64 millions. — Pekin Syndicate, 37 millions. — Chemins de fer Brésil Nord, 12 millions. — Ekaterinovska, 4 millions. — Saint-Louis et San Francisco Railroad, 40 millions. — Porto-Rico, 2 millions. — Raisins de Corinthe, 3 millions. — Industrie houillère Donetz, 1 million. Total : 611 millions.

Il a donc été introduit à la Bourse de Paris, en 1905, pour 2 milliards 174 millions de valeurs étrangères. C'est une proportion *des trois quarts*.

Valeurs étrangères nouvelles en 1906.

MARCHÉ OFFICIEL : Russe 5 0/0 1906, 1.200 millions. — Pennsylvania C^o, 250 millions. — Dette ottomane unifiée 4 0/0, 217 millions. — Uruguay 5 0/0, 174 millions. — Norvège 3 1/2 0/0 1904 et 1905, 78 millions. — Banque de Londres et Mexico, 99 millions. — Rio-Tinto, 86 millions. — Belgique 3 1/2 0/0, 71 millions. — Banque russo-chinoise, 63 millions. — Suède 3 1/2 0/0, 60 millions. — Banque nationale du Mexique, 63 millions. — Suisse 3 1/2 0/0, 50 millions. — Banque d'Athènes, 45 millions. — Banque du Nord, 33 millions. — Chemins de fer Santa-Fé, 36 millions. — Chemins de fer Victoria-Minas, 30 millions. — Hollande 3 0/0, 30 millions. — Berne 3 1/2 0/0, 30 millions. — Banque franco-américaine, 25 millions. — Land Bank of Egypt, 22 millions. — Banque de Rome, 23 millions. — Crédit foncier de Stockholm, 20 millions. — Crédit foncier de Hongrie, 20 millions. — Chemins de fer Buenos-Ayres, 15 millions. — Banque Guanajato, 15 millions. — Sucreries et raffineries d'Egypte, 10 millions. — Banque hypothécaire franco-argentine, 12 millions. — Banque de l'Etat de Mexico, 11 millions. — Electricité de Varsovie, 11 millions. — Crédit foncier canadien, 5 millions. — Krivoï-Rog, 5 millions. — Port de Rosario, 3 millions. — Gaz de Madrid, 2 millions. Total environ : 2 milliards 815 millions.

MARCHÉ LIBRE : Etat de l'Amazone, 84 millions. — Emprunt Chili, 92 millions. — Naphtes de Bakou, 69 millions. — Mashonaland Railways, 64 millions. — Banque nationale du Mexique, 45 millions. —

En Espagne, 3 milliards, environ 1.662 millions en chemins de fer et 840 millions en fonds d'Etat.

Autriche-Hongrie, 3 milliards, dont $\frac{1}{3}$ en chemins de fer.

Italie, 1 milliard et demi, les $\frac{2}{3}$ en fonds d'Etat.

Turquie, 1 milliard et demi investis en fonds d'Etat rapportant de 1 à 5 0/0, plus 300 millions en Turquie d'Europe, et autant en Turquie d'Asie, dont les $\frac{2}{3}$ en chemins de fer.

En Egypte, 1 milliard et demi.

L'Afrique du Sud a reçu également 1 milliard et demi de nos capitalistes ; plus la même somme placée en mines d'or d'un rendement moyen de 8 0/0.

Angleterre, Portugal, Argentine, chacun de ces pays est débiteur de 900 millions à 1 milliard.

Brésil 700 millions.

Bahia 5 0/0, 25 millions. — Etat de Parana, 20 millions. — Banque de Rome, 30 millions. — Banque de Yucatan, 28 millions. — Mines métallurgiques de Saint-Petersbourg, 18 millions. — Usines Maltzoff, 16 millions. — Ujo-Mières, 15 millions. — Alagoas, 12 millions. — New Egyptian, 12 millions. — Tramways électriques de Rosario, 12 millions. — Tramways Buenos-Ayres, 14 millions. — Makeerka, 10 millions. — Huelva Copper, 10 millions. — Spies Petroleum, 10 millions. — Colombie, 8 millions. — Tramways Rosario, 7 millions. — Banque de Commerce d'Azoff-Don, 9 millions. — General Motor Cab, 6 millions. — Chanaral, 4 millions. — American Railway of Porto-Rico, 4 millions. — Hauts fourneaux du Chili, 4 millions. — Mines de cuivre San-Platon, 6 millions. — Prokorow, 6 millions. — El Rey, 3 millions. — Gulf and Chicago, 4 millions. — Canadian general, 1 million. — Sucrerie Coloso, 2 millions. — Société industrielle Salonique, 1 million. — Etains Portugal, 1 million. — Sucrieries Porto-Rico, 1 million. — Mansilla, 1 million. — Vallengo Antimony, 1 million. Total approximatif : 670 millions.

L'ensemble de ces chiffres (marché officiel et marché libre) donne un total de 3 milliards 482 millions de valeurs étrangères nouvelles, introduites en 1906. Par rapport au chiffre total des introductions, environ 4 milliards 567 millions, la proportion des valeurs étrangères est supérieure aux trois quarts, *elle est de 77 0/0 !*

Chine, 650 millions.

Etats-Unis, 600 millions ; et enfin 32 millions en Abyssinie et 6 millions seulement au Maroc.

Quelle que soit, de ces trois statistiques, celle qui se rapproche le plus de l'exacte réalité, on voit que la France est le véritable banquier des Etats en mal d'emprunt. C'est chez nous, dit M. Lewandowski, que beaucoup de pays après des crises politiques intérieures ou extérieures viennent faire panser leurs plaies d'argent.

« La Russie et le Japon, après la guerre d'Extrême-Orient, ont fait appel l'une et l'autre à notre épargne. La Norvège a contracté en France son emprunt de guerre avant de se séparer de la Suède ; c'est à nous que la Turquie s'est adressée pour réorganiser ses finances et alimenter son budget ; l'Italie attendait de nous le mot d'ordre pour la conversion de sa rente 5 0/0 ; le Danemark, la Roumanie, la Suisse, le Portugal, l'Espagne et les Etats balkaniques sollicitent sous des formes diverses notre concours financier. Il n'est pas jusqu'aux pays américains qui ne désirent entrer en relation avec nous pour mener à bien leurs grandes opérations financières, les Etats-Unis eux-mêmes cherchent un débouché chez nous pour leurs obligations de chemins de fer que l'Angleterre absorbe aujourd'hui avec une moindre facilité. »

Elle est donc méritée la pittoresque définition donnée par M. Aynard en langage parlementaire : « La France est la tire-lire de l'Europe » : « du monde » eût été plus exact (1).

N'est-il pas étrange, écrivait M. Neymarek le 7 janvier

(1) C'est la tire-lire qu'on vient de casser pour en gaspiller le contenu et non celle où l'on accumule ses économies. Le mot de M. Aynard a besoin d'être précisé.

1907, de voir cette contradiction du protectionnisme établi pour les marchandises et du libre échange pour les capitaux : sans compensation pour nous, qui ne sommes débiteurs nulle part.

APPENDICE

Nous avons indiqué en notre avant-propos que le rôle de la valeur mobilière dépendait des conditions générales de la vie économique d'un pays, que chaque pays avait une économie qui lui était propre ; il s'en suit que la comparaison de notre portefeuille étranger avec le portefeuille étranger d'un autre pays n'est guère possible, celui-ci se trouvant dans un milieu différent de celui où se trouve celui-là. Nous ne donnons donc les brèves indications qui suivent qu'à titre purement indicatif et sans vouloir en tirer aucune conclusion.

Les statistiques données par les économistes anglais, particulièrement par Mr. Ed. Speyer (1), nous montrent que les placements à l'étranger faits par les Anglais représentent environ 53 milliards de francs (about £ 2.500.000.000) ; mais il faut tenir compte de ce que les statisticiens anglais confondent en leurs chiffres, et les placements en valeurs mobilières proprement dits et ce qui est envoyé à l'étranger sous forme de « rails, ponts, matériel roulant pour chemins de fer, vêtements pour les ouvriers, etc. » (2) ; de plus, placements coloniaux et placements étrangers sont fréquemment confondus en un seul total. Mais ce qui est particulièrement intéressant à constater, c'est que ces place-

(1) *The Statist.*, 10 juin 1905.

(2) Conférence faite à l'« Institute of bankers », le 7 juin 1905, par Mr. Ed. Speyer.

ments vont en diminuant depuis un certain nombre d'années.

Les résultats de l'Income-tax d'après les rapports des « Inland Revenue Commissioners » montrent que les revenus annuels des placements étrangers (et coloniaux) étaient les suivants :

Années fiscales	Revenus annuels	Capitalisations à 5 0/0
1880-1881	£ 29.951.000	£ 598.000.000
1890-1891	55.488.000	1.110.000.000
1900-1901	60.331.000	1.206.000.000

On voit par ces chiffres que de 1881 à 1891 il a été placé à l'étranger et aux colonies £ 512 millions (en ne prenant que les chiffres des « Inland Revenue Commissioners »). Tandis que de 1891 à 1901 n'ont été exportées que £ 96 millions. Mais ces chiffres ne représentent nullement le total des placements extérieurs, nombreux sont ceux qui échappent à l'Income-tax. Il faudrait, dit Mr. Speyer, pour se rapprocher de la vérité évaluer à £ 60 millions les placements annuels faits de 1880 à 1890 et à £ 25 millions par an ceux faits de 1890 à 1900.

Mr. Lawson, dans un numéro du *Bankers' Magazine* de la même année, juge que l'on peut évaluer à £ 11.500 millions le total des capitaux placés dans les colonies britanniques et aux Indes, et à £ 900 millions ceux placés à l'étranger proprement dit. Les trois quarts de ces valeurs d'un total supérieur à £ 2 milliards, sont cotées au Stock-Exchange. Mr. Speyer dans une conférence faite à l'Institute of bankers jugeait ainsi la situation (1) : « Les placements de capitaux à l'étranger ont, depuis quelques années, pour ainsi dire, été interrompus, parce que nous avons

(1) Juin 1905.

Capital applications (1905-1906)

	1906	1905
	£	£
British government loans	6,230,000	15,310,000
Colonial government loans	6,316,500	10,808,700
Foreign government loans	23,181,600	35,389,300
British municipal and county loans	2,570,700	7,968,400
Colonial and foreign corporations	1,863,600	7,773,600
British railways	6,924,500	2,806,800
Indian and Colonial railways	7,023,500	16,702,500
Foreign railways	15,554,800	22,600,600
Minings Cos :		
Australian Cos	2,562,200	235,300
South African Cos	2,650,500	4,271,800
Other mines	2,034,800	4,926,100
Exploration and financial	5,558,800	2,438,400
Breweries and distilleries	304,800	1,628,700
Merchants, importers and exporters	368,700	1,721,000
Manufacturing	2,849,200	2,615,300
Stores and trading	877,100	1,592,500
Estate and land	6,733,400	2,306,800
Iron, coal, steel and engineering	3,668,100	3,249,900
Electric lighting, power, etc	5,316,400	2,837,700
Tramways and omnibus	2,669,100	5,595,500
Motortraction and manufacturing	4,143,500	»
Gas and water	1,326,500	880,500
Hotels theatres and entertainments	505,900	1,012,000
Patents and proprietary articles	231,000	327,500
Docks, harbours and shipping	1,212,800	4,371,500
Banks and Insurance	5,387,600	5,228,000
Miscellaneous	2,143,600	2,589,000
Total	£ 120,173,200	£ 167,187,400

The Economist, 16 février 1907.

dépensé tout notre argent chez nous. Par suite, nos exportations ont été relativement sans importance et nos importations se sont accrues. L'excès de nos importations sur nos exportations a atteint en 1903 l'énorme total de £ 183.000.000, il était de £ 81.000.000 cinq ou six ans auparavant. On reconnaîtra que l'important excès des importations sur les exportations de ces dernières années est dû moins à notre politique fiscale qu'à nos dépenses exagérées et au comparativement petit montant des épargnes

Emissions et introductions en Angleterre.

Distribution géographique des placements offerts aux capitaux anglais (1895-1904).

		Britanniques	Coloniaux	Etrangers
		£	£	£
Emprunts d'Etat	{ 1895-99	»	45.968.200	85.239.700
	{ 1900-04	173.376.700	93.641.500	55.299.500
		173.376.700	139.609.700	140.539.200
Emprunts municipaux	{ 1895-99	30.993.900	a) 6.000.000	(a) 3.495.700
	{ 1900-04	48.988.000	9.000.000	4.350.000
		79.981.900	15.000.000	7.845.700
Chemins de fer et tramways	{ 1895-99	41.785.300	24.936.900	39.347.900
	{ 1900-04	45.589.100	21.305.100	22.877.800
		87.374.400	46.242.000	62.225.700
Compagnies industrielles (b)	{ 1895-99	100.461.800	12.500.000	12.500.000
	{ 1900-04	68.888.300	8.600.000	8.600.000
		169.350.100	21.100.000	21.100.000
Mines	{ 1895-99	»	38.680.000	23.660.000
	{ 1900-04	»	18.076.000	10.045.700
		»	56.756.100	33.705.700
Totaux		£ 510.083.100	£ 278.707.800	£ 265.416.300

(a) Résultat d'une estimation de la proportion.

(b) 1/10^e Cies étrangères, 1/10^e Cies coloniales, le reste Cies britanniques.

The Bankers', Insurance Managers' and Agents' Magazine, n° d'octobre 1905. — *A Decade of New Securities*, par Mr. Lawson.

consacrées aux placements en valeurs étrangères et coloniales. Il nous faut donc des réformes sur ce point, car l'absence relative de capitaux productifs aux Indes, aux colonies et ailleurs est une des causes très influentes de cette situation, et ce ne saurait être trop nettement mis en lumière. »

Pour montrer les avantages de l'exportation des capitaux par un exemple concret, notre auteur dit plus loin : « Nous

touchons de l'étranger un revenu annuel de £ 110.000.000, cela représente une rente de 100 livres pour un million 110.000 personnes : nos placements à l'étranger font donc vivre, par les revenus que nous en tirons, environ 1.500.000 salariés et en comprenant leurs familles environ 7.000.000 de personnes. »

L'Allemagne commence à être un pays prêteur et à envoyer ses capitaux chercher des disponibilités à l'étranger, mais pour des totaux moindres que la France et à plus forte raison que la Grande-Bretagne.

La *Revue économique internationale* donnait en son numéro de janvier 1906 les approximations suivantes : les capitalistes allemands posséderaient des valeurs mobilières étrangères pour un peu moins que 20 milliards de marks.

9 milliards seraient investis en des placements d'outre-mer ainsi répartis :

Aux Etats-Unis et au Canada : 3 milliards.

Dans les pays de la côte orientale de l'Amérique du Sud : 1 milliard et demi ;

Côte occidentale 1 milliard : et demi ;

Amérique centrale : 1.200 millions.

Afrique : 1.350 millions.

« Le montant des valeurs étrangères possédées par les rentiers et capitalistes allemands a été évalué en 1893 par le professeur Shmöller à 10 milliards de marks. Dans la période 1883-1894 on a émis pour environ 1/2 milliard de nouvelles valeurs étrangères aux Bourses allemandes, et pendant cette période le nombre des valeurs étrangères émises s'est élevé au tiers de l'émission totale. De 1895 à 1904 un peu moins de 4 milliards de marks de nouvelles valeurs étrangères furent émises, si l'on prend ces chiffres

Emissions en Allemagne (millions de marks)

	1903		1904		1905		1906	
	nominale	au cours	nominale	au cours	nominale	au cours	nominale	au cours
<i>Valeurs allemandes</i>								
Emprunts d'Etat.	340,00	317,63	343,00	335,64	428,80	429,66	637,00	638,11
» communes.	214,14	208,56	242,63	239,48	258,33	257,40	346,83	347,00
Oblig. hypothécaires.	564,72	564,72	506,24	506,24	569,49	569,49	500,00	500,00
» chemins de fer.	2,00	1,94	8,60	8,52	12,00	11,81	9,50	9,02
» industrielles.	65,16	64,96	409,14	410,14	414,06	415,24	182,27	183,10
Actions chemins de fer.	3,99	3,43	3,50	3,83	»	»	1,70	2,16
» banques.	46,61	67,57	129,47	196,51	116,83	146,50	184,19	282,19
» assurances.	»	»	2,38	2,8	»	»	1,50	1,86
» industrielles.	157,28	195,32	234,27	359,80	309,18	552,09	390,94	653,80
TOTAL.	1.391,90	1.424,13	1.579,23	1.762,96	1.809,15	2.082,19	2.253,93	2.617,24
<i>Valeurs étrangères</i>								
Fonds d'Etats.	88,16	80,77	105,09	99,15	866,30	711,13	37,50	36,21
» communes.	36,50	35,32	»	»	»	»	20,00	18,79
Oblig. hypothécaires.	8,74	8,75	42,05	39,51	20,00	19,40	6,75	6,75
» chemins de fer.	87,93	83,44	47,75	47,77	206,82	202,13	49,69	48,18
» industrielles.	»	»	»	»	41,00	41,67	4,00	4,16
Actions chemins de fer.	12,60	16,95	20,00	17,20	46,70	74,34	30,00	34,65
» banques.	12,00	16,44	18,15	18,15	26,00	30,67	24,25	38,13
» industrielles.	»	»	8,60	10,32	12,00	29,20	22,82	33,82
TOTAL.	245,93	241,67	236,34	232,11	1.218,32	1.008,49	195,07	220,65
ENSEMBLE.	1.637,83	1.665,80	1.815,57	1.995,07	3.027,51	3.090,68	2.449,00	2.837,89

Der Deutsche Oekonomist, 19 janvier 1907.

comme bases, la possession allemande de valeurs étrangères pourrait s'élever à environ 14 ou 16 milliards de marks. »

Mais n'avons-nous pas vu le peu de rapport qui existe généralement entre le chiffre des valeurs émises, et celui des valeurs effectivement possédées ; une semblable indication ne doit donc être acceptée que sous toutes réserves. La Belgique également semble posséder un nombre assez important de valeurs mobilières étrangères, mais toute statistique fait défaut sur ce point.

M. Nicolai, chargé de cours à l'Université de Gand, qui s'est occupé de la question des valeurs mobilières en Belgique et à qui nous nous sommes adressé pour avoir quelques chiffres représentatifs de l'importance du portefeuille étranger en Belgique, nous a dit l'impossibilité devant laquelle il s'était heurté quand il avait voulu dresser cette statistique.

« Toutes les valeurs qui sont portées dans notre statistique ne sont pas aux mains de nationaux. Des étrangers en ont dans leurs portefeuilles. Mais par contre, des Belges possèdent des titres de sociétés étrangères qui ne sont pas inscrits à la cote de Bruxelles et que nous n'avons pas fait entrer dans nos relevés. Nous pensons que la balance doit pencher du côté de nos compatriotes. Ce ne sont là, il est vrai, que des présomptions, il est impossible de les asseoir sur des statistiques positives et pertinentes » (1).

A la connaissance de M. Nicolaï, aucune étude ou recherche sérieuse de ce genre n'aurait été faite en Belgique.

(1) Nicolai, *Les valeurs mobilières*, Bruxelles, 1906.

CHAPITRE II

CAUSES DE LA FACILITÉ D'EXPORTATION DES CAPITAUX FRANÇAIS

Ce chapitre n'est pas une liste des causes et raisons, motifs et mobiles de l'existence dans les portefeuilles français d'une grande, trop grande quantité de titres étrangers.

Ces causes ne sont pas seulement nombreuses; elles sont très complexes, la situation est la résultante de l'économie générale du pays; les indiquer toutes serait résumer toute l'histoire financière, économique et politique de la France depuis le début du xix^e siècle, moment où la valeur mobilière a commencé à prendre une importance, depuis extraordinairement et constamment croissante.

Rien ne serait à négliger, ainsi: la multiplication et le perfectionnement des moyens rapides de communication et de correspondance ont eu une influence, difficile à mesurer mais certaine, sur l'internationalisation des placements, nous ne les rangerons pas néanmoins parmi les causes de l'émigration des capitaux. Nous ne citerons que ce qui paraît agir de façon plus directe et plus spéciale.

Ces différentes causes, nous les avons divisées en deux classes: *économiques*, *psychologiques*, bien qu'en chaque espèce les éléments économiques existent très intimement unis à des raisons historiques, des influences politiques et gouvernementales, se renforcent ou s'atténuent d'illusions sentimentales. Si l'on désire quelque clarté d'exposition

il faut procéder à une élimination préalable des moins importants de ces divers mobiles.

Sous le titre de causes économiques nous plaçons quelques faits constatés dont l'un pourrait être placé dans l'autre paragraphe : contre nous se dresse l'autorité de M. R.-G. Lévy qui, dans une fort remarquable étude publiée en février 1903 dans la *Revue d'économie politique*, cite la recherche de l'intérêt plus rémunérateur parmi les faits d'ordre psychologique. Il ne nous en a pas semblé ainsi. désirer un intérêt élevé, n'est-ce pas appliquer une très simple, idée économique ?

Par causes psychologiques nous avons entendu toutes influences indépendantes d'idées de cette nature. Les faits qui, directement, agissent sur les déterminations des acheteurs de valeurs sans que ceux-ci s'appuient alors sur aucune expérience financière ou s'étayent d'aucune théorie économique. Nous avons essayé de montrer le rôle que le sentimental — pris comme contraire de rationnel — peut jouer dans le choix des placements.

Pour pouvoir l'opposer au mot « économique » nous avons donc détourné de son sens normal le mot « psychologique » lui en attribuant un, assez dépourvu de précision.

§ 1. — Causes économiques.

La France est créancière de presque tous les pays du monde pour des sommes que bien des économistes trouvent d'une importance exagérée et inquiétante.

Parmi les causes de cette facilité avec laquelle nos capitaux passent la frontière pour aller commanditer des entreprises et soutenir ou relever le crédit d'Etats étran-

gers, il faut, en première ligne indiquer l'abondance de ces capitaux.

Dans aucun pays on ne constate une puissance d'épargne comparable à celle qui est une des forces caractéristiques de la France. Cette épargne s'accroît et se renouvelle sans cesse, malgré les craintes des politiques intérieure et extérieure, malgré les luttes des partis et les troubles qu'elles occasionnent.

« Cette situation particulière qui fait de notre pays une puissance financière de premier ordre, écrivait M. Lewandowski dans la *Revue économique internationale* de mai 1906, a été diversement appréciée. Les uns considèrent que cette masse énorme de petits capitaux avides de sécurité ne seconde point suffisamment, chez nous l'esprit d'entreprise. La France souffre d'être trop riche et ne sait plus que faire de son argent. Son outillage industriel et commercial est aujourd'hui équilibré avec ses besoins, ses grands travaux publics sont accomplis, aussi, l'esprit conservateur a-t-il pris le pas sur l'initiative et la France cherche-t-elle maintenant moins à faire fructifier ses richesses sur son propre fonds en de nouvelles entreprises qu'à trouver des emplois sûrs dans des opérations de bourse, de dépôts, d'escompte ou dans des placements à l'étranger. »

Il faut tenir compte aussi des nombreuses sollicitations des gouvernements et des industries étrangers.

Economiquement les pays se peuvent classer en deux catégories : *les pays prêteurs*, pays où les fortunes acquises et assises sont nombreuses, où, les forces productives mises en valeur, il reste encore des disponibilités à employer. Sont dans ce cas : la France, l'Angleterre, la Belgique, la Hollande, la Suisse, depuis peu et dans une

moindre mesure l'Allemagne, les Etats-Unis encore moins. L'on voit tout de suite qu'en l'espèce ce n'est pas la richesse *absolue* du pays qu'il faut considérer.

Les pays emprunteurs, ceux où les industries naturelles ou manufacturières réclament des capitaux qu'elles ne peuvent trouver chez leurs nationaux, ceux aussi dont les gouvernements cherchent à placer leurs rentes à l'extérieur pour cette même raison d'insuffisance ou d'absence d'épargnistes.

Ces pays emprunteurs savent bien qui leur peut prêter l'argent dont ils ont besoin, plus que toute autre, l'épargne de la France, *le bas de laine* français est célèbre.

Quelle est l'importance des placements annuels de cette épargne française en valeurs mobilières ?

M. Neymarck estime que, bon an mal an, la France économise de un milliard et demi à deux milliards et demi. Ces économies annuelles se placent ainsi :

- 1° En dépôts de comptes-courants, comptes de chèques ;
- 2° Dans les caisses d'épargne ;
- 3° En obligations de chemins de fer ;
- 4° En achats de rentes de l'Etat ;

5° En souscriptions à des emprunts d'Etats, obligations de la Ville de Paris, du Crédit foncier, des départements, obligations industrielles et en achats de ces mêmes obligations ;

- 6° En achats et souscriptions de titres divers ;

7° En placements en valeurs et fonds étrangers au dehors, non introduits en France et dont les titres sont laissés en dépôt dans les banques étrangères ;

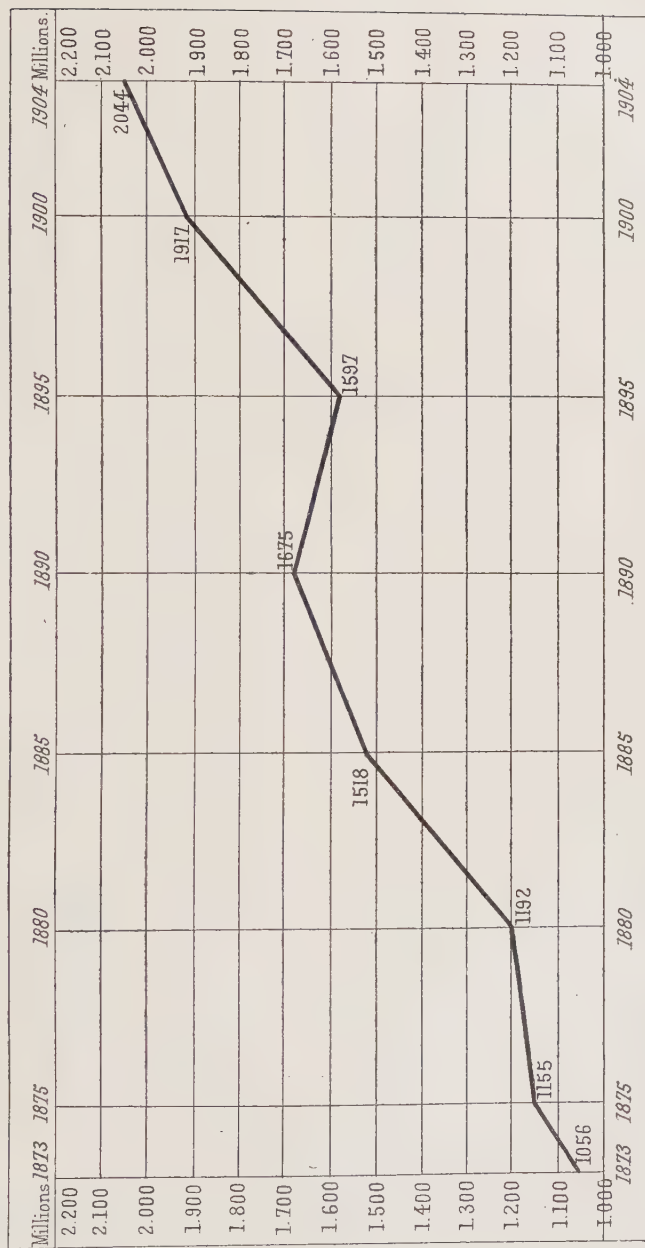
8° En dépôts comme fonds disponibles dans des banques étrangères ;

9° En versements aux compagnies d'assurances, sociétés mutuelles, sociétés diverses de prévoyance.

*Moyenne annuelle des placements en valeurs mobilières
(années 1885, 1890, 1895, 1900 et 1905).*

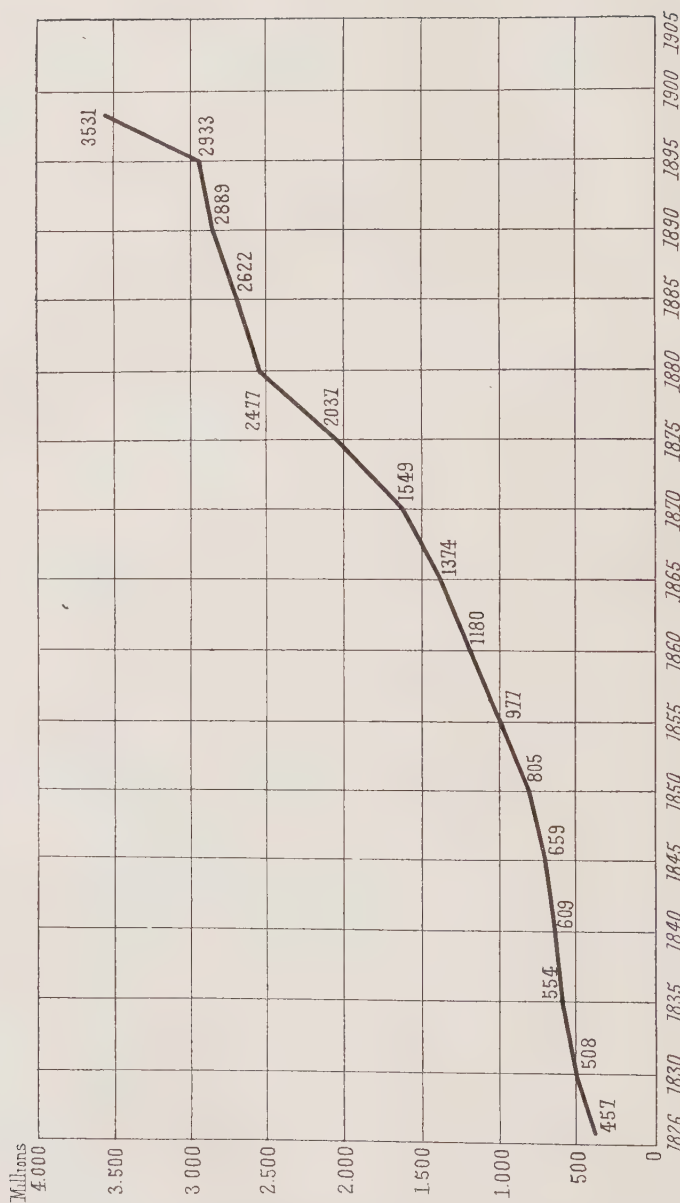
	Millions
1° Moyenne annuelle de l'accroissement des dépôts dans les sociétés.	95
2° Moyenne annuelle de l'accroissement des dépôts à la Banque de France.	12,6
3° Accroissement moyen annuel des dépôts dans les caisses d'épargne	50
4° Achats de rentes par l'intermédiaire des comptables du Trésor, ventes déduites : moyenne annuelle .	125
5° Achats de rentes par le public	125
6° Achats d'obligations de chemins de fer, déduction faite des remboursements : moyenne annuelle .	88
7° Souscription à des emprunts français, colonies, protectorats, obligations de la Ville de Paris, départements, Crédit foncier : moyenne annuelle depuis 1880	280
8° Placements annuels, souscriptions à des titres divers, français et étrangers	1.000 à 2.000
9° Placements de fonds à l'étranger, achats de valeurs à l'étranger restant en dépôt dans des banques étrangères	Mémoire
10° Achats de biens mobiliers ayant comme contrepartie des ventes de biens mobiliers	Mémoire
11° Dépenses faites pour l'amélioration de son habitation, constructions et réparations d'immeubles. .	Mémoire
12° Prêts hypothécaires et chirographaires, déduction faite des remboursements de prêts antérieurement convertis	Mémoire

Montant total des valeurs françaises et étrangères (fonds d'États non compris) sur lesquelles la taxe sur le revenu a été assise.



Ne sont pas comprises dans le total les sommes payées par les Sociétés ayant des biens en France, les revenus de certaines collectivités, pénalités et recettes diverses.

La progression des valeurs successorales.



Montant par période quinquennale de l'annuité mobilière comprise dans les successions.

Depuis 1893, la Direction générale de l'enregistrement a cessé d'établir la distinction entre les valeurs mobilières et les valeurs immobilières et ne donne plus que le chiffre total de l'annuité.

Il faut se garder d'additionner les divers indices donnés dans le tableau de la page 52, car on ferait des doubles emplois. Les dépôts de fonds dans les caisses d'épargne étant convertis en achats de rentes sur l'Etat, on ne doit pas considérer comme indices des placements annuels : d'une part, les dépôts effectués dans ces caisses ; d'autre part, les achats de rente effectués avec ces mêmes dépôts.

Puis, une quantité de placements divers, dépôts de fonds et achats de valeurs à l'étranger ne peuvent donner lieu à une évaluation précise ; décomptés dans le tableau comme *mémoire*, ils ont été dans ces dernières années très considérables ainsi que nous l'avons montré dans un précédent chapitre.

Enfin sur les épargnes annuellement faites, n'ont été aussi comptées que pour *mémoire* les sommes consacrées à l'amélioration des conditions matérielles de l'existence ; agrandissements du home, constructions nouvelles, dépenses somptuaires, tout cela représente aussi des sommes importantes qu'il importe de ne négliger pas si l'on veut évaluer la masse de l'épargne annuelle.

La statistique suivante, extraite des documents officiels que publie la Direction générale des contributions indirectes, indique le nombre des constructions nouvelles et celui des additions de construction en 1895, 1900 et 1904 ; avec la nette éloquence des chiffres, elle indique l'importance de cet emploi de capitaux :

ANNÉES	NOMBRE	
	de constructions nouvelles	d'additions de constructions
1895.	64 794	31.315
1900.	71.934	32.288
1904.	70.435	34.146

Nous avons vu quelles sommes chaque année, les rentiers français placent en titres mobiliers, mais ce n'est pas tout, l'épargne française est prudente, elle divise ses placements et même ne place pas tous les capitaux dont elle peut disposer.

Elle en conserve toujours une bonne partie disponible; soit en or, soit en billets de banque pour pouvoir faire face à des besoins imprévus; une réserve qu'on pourra utiliser immédiatement.

Réserves d'épargne que l'on peut estimer sans exagération à 10 ou 15 0/0 du capital placé annuellement. Soit à environ 150 à 225 millions.

Ces différents éléments additionnés nous donnent le total suivant qui plutôt est en dessous qu'en dessus de la réalité.

1.500 millions de placements annuels sur les titres négociables en France (français et étrangers)
100 à 200 millions environ venant grossir annuellement le montant des dépôts de fonds dans les banques privées, sociétés de crédit, en comptes courants ou en comptes de chèques et qui se placent définitivement les années suivantes.
150 à 225 millions de capitaux réserve d'épargne, inutilisés conservés dans les caisses particulières des gros et petits épargnistes.

Total: 1.750 à 1.925 millions (1).

Une telle masse de disponibilités qui, chaque année, sont prêtes à s'employer quand une occasion semble favorable, paraît avantageuse, explique, si elle ne le légitime pas, l'engouement des rentiers français pour les valeurs étrangères, ceux-ci obéissant à la règle de prudence de

(1) Neymarek, Communication à la *Société de Statistique de Paris*.

division des placements ayant déjà en portefeuille des valeurs françaises veulent posséder aussi des valeurs étrangères qui pour eux ont le puissant attrait (et c'est là la seconde cause de l'importance de notre portefeuille étranger) de rapporter des intérêts plus élevés.

M. Théry à la séance du 18 avril 1900 de la *Société d'Economie politique nationale* disait, que le rendement annuel net des valeurs étrangères circulant en France s'établissait en moyenne à 4, 28 0/0, tandis que le revenu net moyen des valeurs françaises était de 3, 21 0/0, 3, 11 0/0 pour les valeurs inscrites à la cote officielle.

Le loyer de l'argent en France, depuis que M. Théry a fait ce calcul, a subi diverses variations, mais on peut présumer qu'il baissera encore.

Le rentier, le « malheureux rentier » ainsi que le dénomme M. Neymark, voit ses revenus baisser chaque jour tandis que ses charges et impositions de toute nature ne suivent guère cette marche déclinante. On comprend qu'il cherche à placer une partie de sa fortune en valeurs étrangères qui servent encore des intérêts assez élevés, afin de compenser la baisse des revenus de ses valeurs françaises.

Cela semble être la principale cause, la déterminante de cet attrait vers les valeurs étrangères ; en dehors de celle-ci il faut citer l'influence très prépondérante aussi qu'exercent à cet égard les *grandes sociétés de crédit*. Influence qui a été signalée à la Chambre par l'interpellation sur les opérations financières et manœuvres de Bourse de MM. Rouanet, Meslier, Willm et Jaurès, le 7 février 1907.

Chacun sait que les agents de ces sociétés donnent des conseils à leur clientèle pour le placement de leurs disponibilités ; le plus souvent ils recommandent des fonds d'Etat étrangers ; ces établissements sont chargés d'é-

missions, ont certains titres à écouler en masse, leur intérêt leur conseille de les recommander à leurs clients.

Ces sociétés de crédit font quelquefois aussi l'émission de valeurs industrielles françaises, mais seulement lorsqu'il s'agit de très considérables affaires, celles de médiocre importance, les petites à plus forte raison, ne peuvent espérer aucun concours.

Par suite de la très constante entremise de ces grands établissements, l'épargne française se trouve dérivée vers les placements extérieurs et cela pour une seconde raison accessoire de la première ; ces sociétés veulent avant tout satisfaire leurs clients : de très bonnes valeurs françaises apportant un intérêt de 2,80 0/0 ne les satisferaient guère, on lui en propose donc de plus belles, sinon de meilleures (1).

(1) En un article du 1^{er} février 1907 de la « Revue », *Contre l'oligarchie financière*, article que nous avons déjà cité, l'influence des sociétés de crédit sur l'exportation de nos capitaux, l'autorité qu'elles ont sur leurs clients inexperts est très fortement, et très nettement exposée, affirmée : « Les capitalistes français, acheteurs de titres, n'ont ni spontanéité, ni libre arbitre. Ils ne choisissent pas les valeurs eux-mêmes. Qu'elles soient françaises, chinoises ou turques, peu leur importe. Les capitalistes français achètent les valeurs que leurs banques leur disent d'acheter. Et ces banques ne sont pas nombreuses. Il y en a quelques-unes en tout. Dans ces conditions, le problème est très simplifié ; on peut se désintéresser complètement des moutons, il suffit d'étudier les bergers.

« Passons en revue les institutions qui dirigent l'exode des capitaux français à l'étranger. En tête sont les trois grands établissements de crédit que l'on connaît : Le Crédit Lyonnais, la Société Générale et le Comptoir d'Escompte ; puis viennent deux grandes banques d'affaires ; la Banque de Paris et des Pays-Bas, l'Union Parisienne. Il faut ajouter trois établissements de crédit plus modestes : le Crédit Industriel, la Société Marseillaise, la Banque Française pour le Commerce et l'Industrie. Voilà tout ce qui compte chez nous comme banques d'émission. Pour compléter la description on peut mentionner encore la Banque

L'épargne française se trouve donc irrésistiblement entraînée vers ces placements et les banques privées dont un député disait à la séance du 8 février 1907, regretter la disparition, se trouveraient dans l'obligation de conseiller à leurs clients les mêmes emplois que les grandes institutions de centralisation financières à qui on fait porter la responsabilité de cet état de choses ; elles ne l'ont pas créé, elles ne font que le faciliter.

M. Carmichaël, à la séance du 13 juin 1900 de la *Société d'Economie politique nationale* indiquait une autre cause encore de cette facilité d'exportation des épargnes françaises, en si remarquable contraste avec la défiance de ces mêmes épargnes vis-à-vis des placements dans le pays : « La défectuosité de la société si commune chez nous : la société en commandite par rapport à quelques associés et en nom collectif à l'égard de la partie dirigeante des asso-

Suisse et Française ; la Compagnie française de Mines d'or, le Crédit Mobilier, enfin un certain nombre de moyennes et petites maisons dont les émissions ont peu d'importance comme chiffre total. En fait les huit établissements de crédit et banques d'affaires désignés en tête constituent l'Olympe financier de la France. C'est dans cet Olympe que de temps à autre, deux ou trois grands dieux décident des valeurs que doivent acheter les pauvres mortels. »

« Le défunt président et fondateur du Crédit Lyonnais, Henri Germain, estimait à 2 milliards de francs la somme que l'épargne française place tous les ans à la Bourse. Sur ces deux milliards annuels, il évaluait *qu'un milliard et demi en moyenne sont placés en fonds d'Etats étrangers*. La responsabilité de cette orientation des capitaux français incombe à nos grandes banques. Ce sont elles qui, de leur propre autorité, concluent les emprunts, ce sont elles qui en écoulent les titres à leurs guichets. L'opinion a donc le droit de se retourner vers elles et de leur demander compte de leur gestion : la plupart des placements étrangers patronnés par nos grands établissements de crédit sont ou piteusement médiocres ou désastreux, ils ont abouti déjà et aboutiront plus encore dans l'avenir à d'énormes pertes pour notre épargne. »

ciés. Les premiers participent aux intérêts et dividendes donnés par l'exploitation, étant engagés jusqu'à concurrence des capitaux placés par eux dans ces entreprises tandis que les derniers, sur qui repose la direction, sont responsables sur tous leurs biens, il y a là une inégalité qui très souvent donne à la direction des affaires une prudence excessive, qui n'est pas faite pour appeler les grands développements. »

M. Carmichaël oppose à ce régime trop étroit la grande liberté que possède la « limited » anglaise, qui maintient une égale responsabilité entre tous les associés jusqu'à concurrence du capital souscrit, cette plus grande division des risques permet une plus grande largeur de vues que celle que peut avoir notre forme de société. Mais une grande largeur de vues n'entraîne-t-elle pas une grande largeur de risques : perdre son argent en France vaudrait-il mieux que de le perdre à l'étranger ?

Nous verrons dans une autre partie le rôle très important que pourrait jouer une politique fiscale bien dirigée ; signalons simplement ici le régime de faveur appliqué aux fonds d'Etat étrangers qui ne supportent qu'un droit de timbre exigible au moment de leur introduction, ce peut être considéré comme une des causes peu négligeables de la grande quantité de ces titres que l'on peut trouver dans les fortunes mobilières de nos rentiers.

Cette même politique fiscale peut faire apparaître une autre raison pour les particuliers d'exporter leurs capitaux : le désir de se dérober aux charges d'impôts exagérés ; *l'évasion fiscale* prend une importance qui, ces dernières années, se dessine progressivement croissante par suite des craintes qu'inspire l'imminent impôt général sur le revenu.

M. Caillaux disait au mois de juillet dernier dans un

quotidien : « Le public s'habitue tout doucement à voir chacun des ministres des finances qui, depuis dix ans se succèdent au pouvoir, déposer à tour de rôle un projet d'impôt général sur le revenu. »

Il s'habitue surtout, en prévision de ce nouveau système d'impôt, à faire disparaître la matière imposable, à envoyer en des banques hors frontières les valeurs étrangères qu'il possède déjà et à échanger les titres de rente française contre des valeurs étrangères payables sur différentes places d'Europe.

M. Aynard a nettement indiqué cette cause de fuite des capitaux en la séance de la Chambre dont nous avons déjà parlé : « En bon Français, je désire vivement que cette fortune trouve son emploi sur la terre de France. Pour obtenir ce résultat, il faut inspirer confiance aux capitaux, sinon rien ne pourra les retenir.

« ... Si M. le ministre des finances ne faisait pas partie du gouvernement, s'il était le philosophe libéré de toute entrave il vous dirait peut-être, de lui à vous : c'est le projet d'impôt sur le revenu qui est une des causes de la baisse de nos valeurs françaises, et des placements à l'étranger. »

L'honorable député indiquait aussi une autre cause de cette préférence des capitalistes pour les valeurs étrangères : les conflits trop souvent répétés entre le capital et le travail.

« Il faut tenir compte aussi, à titre secondaire, de l'affaiblissement de la confiance du capitaliste ou plutôt de l'homme qui dirige le travail en France, de l'état de développement et de la sécurité de ses affaires en raison de la manière dont il est constamment traité depuis quelque temps. Les socialistes inquiètent tous les jours l'homme d'industrie, l'homme de commerce, l'homme de banque...

Laissez le pays en paix, rendez la sécurité à tous les travailleurs, patrons et ouvriers. Vous n'aurez pas alors de citoyens français qui chercheront la sécurité ou la fortune au dehors, tous la poursuivront en France. »

§ 2. — Causes psychologiques.

Si parfois une règle de conduite logiquement déduite d'un empirisme observateur peut amener le rentier à placer une partie de sa fortune en valeurs mobilières étrangères, tout rentier français n'est pas le financier renseigné et sagacement prudent qui n'agit qu'après étude et réflexion et cherche à donner la moindre part possible à la chance en matière de placements.

L'on peut discerner des causes parfaitement étrangères à toutes déductions rationnelles, à toute idée économique et qui, concurremment avec celles-ci, contribuent à cet envahissement des portefeuilles français par les valeurs étrangères.

Il semble que si l'on veut esquisser la mentalité du soucripteur de fonds étrangers, il faut indiquer les causes purement sentimentales qui lui font préférer des valeurs lointaines à celles qui sont émises par un gouvernement qui est le sien, ou par des industries qui fonctionnent sous ses yeux.

Une sympathie politique habilement soignée par un gouvernement étranger lui assurera une foule d'acheteurs à ses guichets d'émission. Acheteurs qui prendront de cet emprunt ni par suite d'un examen — impossible le plus souvent — des pièces officielles donnant la situation financière de cet Etat, ni parce qu'ils auront quelque donnée sur les qualités rémunératrices des travaux qui seront faits

avec cet argent qu'ils confient bénévolement. Non. Le mobile est purement sentimental, une alliance politique, une confraternité d'armes, moins que cela : une visite de souverain ! surexcitera en l'esprit si peu *businesslike* du petit rentier français son facile enthousiasme pour tel ou tel pays. Il ne lui en faut pas plus pour acclamer — républicain — un monarque absolu, que pour acheter des valeurs émises dans un pays qui lui est momentanément sympathique.

Après avoir placé des milliards en fonds d'Etat russes, l'impulsion avait été donnée pendant la période « enthousiasme » de l'Alliance, nos rentiers voulurent faire plus encore pour ce pays qui leur plaisait, les valeurs industrielles leur parurent désirables entre toutes, ils voulurent s'intéresser aux charbonnages, forges, aciéries, mines de toute sorte ; pourvu que le siège de l'affaire fût en territoire moscovite, que le nom sonnât en « off », en « eff » ou en « ski » tout était bon à nos compatriotes, la mode dura assez longtemps pour que des centaines de millions allassent se perdre dans des entreprises dont la plupart oublièrent de verser des dividendes à leurs actionnaires (1).

Comme autre exemple malheureux d'impulsions de ce genre on peut citer les fonds portugais, que la bourgeoisie française encore teintée d'orléanisme acheta largement à l'époque du mariage de la fille du Comte de Paris avec Don Carlos de Bragance ; peu de temps après, le Portugal faisait faillite et réduisait le coupon de deux tiers, après dix ans de ce régime les créanciers accordèrent un arrangement à leur débiteur, qui lui permettait de ne tenir que la moitié de ses engagements (1).

(1) R. G. Lévy, *op. cit.*, p. 118.

Cette confiance aveugle du rentier en des valeurs dont il ne peut apprécier les garanties, est toujours mise en opposition avec la défiance dont il est animé vis-à-vis des placements dans le pays.

Défiance que l'on peut expliquer sans quitter le point de vue auquel nous nous sommes placé.

Il est clairement évident que les événements qui se passent très près de nous, sont d'une force émotive plus grande que des faits même plus importants, qui ne sont pas localisés dans notre champ d'observation journalière. Une catastrophe économique, un krach financier en France, nous frappera — ne serait-ce que parce que plus de gens en pâtiront autour de nous — plus que tout autre désastre de même nature survenant en Allemagne par exemple. Même sans envisager ces cas extrêmes, une mauvaise administration sera plus aisément discernée.

« Nombre d'exploitations créées en France par de grands établissements financiers, sous la forme de sociétés par actions ont été offertes au public avec des majorations de de capital telles, que de bonnes qu'elles étaient, elles sont devenues mauvaises par la surcharge des intérêts, de frais énormes, d'états-majors plus décoratifs souvent que compétents. Les pertes réelles subies, la rémunération insuffisante des capitaux et surtout l'effet moral qui en a été la conséquence, ont jeté un grand discrédit sur ce genre de placements et détourné peut-être pour longtemps le courant, qui, porté de ce côté, eût été un grand bienfait pour le pays (1) ».

Au contraire, l'éloignement qui embellit les objets, en adoucit harmonieusement les contours, fait paraître les

(1) M. Carmichael, *Société Economie Politique nationale*, séance du 13 juin 1900.

placements lointains plus avantageux. Le bruit des krachs a été amorti par la distance, le gaspillage administratif, la mauvaise gestion, tout cela est atténué : les valeurs lointaines sont belles aux yeux des capitalistes.

Puis, bien souvent, s'ils placent ainsi leur argent c'est moins pour le mettre à l'étranger que pour ne pas le laisser en France. M. R.-G. Lévy, dans l'étude plusieurs fois citée (1), appelle cela « les placements de mauvaise humeur » et il conte avec humour l'anecdote suivante : « Un officier, partant pour le Tonkin, il y a une vingtaine d'années, vint me trouver en me consultant pour le placement de sa fortune. Je lui recommandai nos rentes et nos obligations de chemins de fer : « Jamais, me répond-il, je veux bien *leur* donner ma peau, mais je veux mettre mes quatre sous à l'abri. »

Il paraîtrait que bien des gens en France n'ont pas une confiance entière dans le gouvernement : la dette est effroyablement lourde, les impositions augmentent et augmenteront, la guerre civile ou la guerre de classe est plus ou moins imminente, et pour employer la désuète image : à certains, l'horizon politique paraît bien sombre.

On aurait autrefois enterré son épargne au fond de quelque jardin. Aujourd'hui on l'envoie à l'étranger ; on se constitue un portefeuille de valeurs étrangères avec lequel on passera la frontière la veille de la Révolution ! Ou, plus pratique encore, plus prudent, on a ces titres déposés en quelque de ces banques de Bruxelles, de Lausanne ou de Londres qui profitent du pessimisme du rentier français pour inonder Paris de leurs prospectus et circulaires.

Si le capitaliste a peu de confiance en l'avenir il est

(1) *La psychologie des placements*. Revue d'économie politique, février 1905.

assez méfiant vis-à-vis du présent. Le tour d'esprit irrévérencieux et moqueur que l'on considère comme une des dominantes du caractère français est un facile acheminement — en passant par la critique hâtive — à la méfiance. Quoi de plus naturel que de se moquer, puis de critiquer, puis de déprécier, de se méfier de ce qu'on a directement sous les yeux ? De là, par un contraste très logique, à côté d'une absence de confiance très injustifiée en l'habileté, l'intelligence et la force de nos chefs d'industrie, une admiration sans bornes — parce qu'elle n'est fondée sur aucune donnée bien précise — pour les capacités industrielles et commerciales de certaines nations étrangères. Pour la supériorité, par exemple, des Anglais et des Américains. Supériorité qui, si elle est réelle, repose précisément sur le principe de « confiance en soi » que M. Demolins a indiqué comme un des très influents moteurs de l'énergie anglo-saxonne : *success is in self confidence*.

CHAPITRE III

LES AVANTAGES DE L'EXPORTATION DES CAPITAUX FRANÇAIS

1^o Pour la collectivité.

Nous avons vu que l'épargne française a chaque année des disponibilités de 1.500 millions à 2 milliards, parfois davantage. Cette imposante masse de capitaux se place pour une large part en valeurs mobilières étrangères et certains économistes pensent qu'il faut se louer qu'il en soit ainsi.

En effet, si l'épargne française ne pouvait trouver d'emplois en dehors des valeurs nationales, ce surcroît de capitaux n'aurait que pour un temps, comme résultat, une surexcitation de l'activité industrielle ; au début, de nouvelles entreprises se fonderaient, les anciennes s'élargiraient, mais bientôt ce développement des forces économiques du pays trouverait un point d'arrêt : soit parce que l'outillage économique aurait atteint une étape de relative perfection, soit parce que la production dépasserait la demande. L'épargne toujours croissante ne trouverait plus de nouveaux emplois. Les trop nombreux capitaux se disputeraient un nombre restreint de titres ; ces derniers arriveraient à des cours très élevés sans pour cela être d'un rendement supérieur. On aurait un gros capital et de petits revenus, la fortune mobilière de la France s'accroîtrait nominalement tandis qu'en réalité elle serait restée stationnaire.

Certaines obligations sont cotées à des prix sensiblement plus élevés que celui d'émission. Cette plus-value ne correspond pas cependant à un accroissement de revenu, c'est la conséquence des ventes et des achats successifs opérés par des capitalistes et rentiers à la recherche de placements sûrs ; plus-value qui n'est réelle qu'au jour de la vente des titres et qui disparaîtra quand surviendra une guerre ou une crise quelconque.

M. Théry écrivait en ce sens dans l'*Economiste européen* du 26 novembre 1897 :

« Si une partie de l'épargne ne s'était point divisée sur des titres étrangers et si les sommes consacrées en achat de ces titres étaient venues se disputer les valeurs mobilières et les fonds d'Etat français, la hausse constatée aurait été plus forte encore, aurait fatalement provoqué de nouvelles ou plus fortes conversions et nous aurions à enregistrer aujourd'hui une baisse encore plus sensible sur le revenu des titres français. »

Nous verrons plus loin que, si évidemment l'épargne de la France a besoin, pour partie, d'être dérivée à l'étranger, une plus grande quantité de ses capitaux pourrait rester dans le pays, et que très probablement ce phénomène de hausse, par suite de la concentration de toutes ces disponibilités sur un nombre restreint de valeurs, ne se produirait pas de façon aussi absolue. Et cela parce que les capitaux plus nombreux auraient des valeurs plus nombreuses à acheter ; quand l'un des facteurs varie l'autre varie également. Evidemment le progrès ne serait pas constamment concordant avec celui de l'épargne, il y aurait des moments d'arrêt, donc de hausse des valeurs ; mais stimulés par les capitaux disposés à réaliser leurs conceptions, les inventeurs, les industriels perfectionne-

raient sans cesse l'exploitation intensive, l'utilisation rationnelle, et cherchant à être intégrale, des forces productives du pays.

Alors s'il restait encore des capitaux inactifs les placements étrangers pourraient remplir leur rôle d'emploi de l'excédent d'épargne.

Il y a pour le pays un autre avantage à avoir un important portefeuille étranger : c'est la prépondérance politique que presque nécessairement il acquiert sur les pays débiteurs.

L'argent est le grand, l'unique moyen de domination. Les peuples modernes luttent pour des intérêts économiques, pour des questions d'influence dans lesquelles le dernier mot reste à celui qui a la puissance des capitaux. A ce point de vue la situation de la France est particulièrement enviable, sa richesse lui confère une réelle force et lui vaut de solides amitiés. « Tous les peuples étrangers lui font la cour ; ils offrent le mariage pourvu qu'elle apporte la dot (1). »

Il paraîtrait que lors de la Conférence d'Algésiras, les groupes financiers de Berlin avaient usé de toute leur force, de toutes leurs influences auprès du gouvernement pour l'amener à se départir de son intransigeance.

« La perspective d'une tension diplomatique qui aurait eu pour conséquence la cessation des crédits que l'Allemagne trouve en France, a certainement dû entrer en ligne de compte dans le règlement du conflit marocain (2). »

Si ce n'est pas là un cas de suprématie c'en est cependant un d'influence efficace, et il paraît fort certain qu'à l'égard d'un pays de moindre importance et plus endetté

(1) Lewandowski, *Revue économique internationale*, mai 1906.

(2) Lewandowski, *op. cit.*

cette influence peut devenir très grande, devenir une source d'avantages divers qu'à chaque emprunt nouveau le pays créancier réclamerait à titre de compensation.

Une autre chose à dire en faveur des placements à l'étranger est celle-ci : En envoyant des capitaux à l'étranger nous faisons en quelque sorte travailler les autres nations avec ces capitaux, les emprunts qu'elles contractent pèsent sur elles comme un tribut, puisque les intérêts en sont servis par le produit du travail étranger.

Le placement en valeurs étrangères n'a pas pour unique résultat un départ de capitaux, ce départ n'est pas sans esprit de retour, chaque année reviennent de légitimes bénéfices sous forme d'intérêts ou de dividendes; d'autre part, le jeu naturel des amortissements, ou le rachat successif des entreprises par les nationaux, fait peu à peu rentrer en France les capitaux eux-mêmes, « de sorte qu'au flux qui a emporté ceux-ci vers d'autres rives succède le reflux qui, par une sorte de force naturelle, les ramène à nous, accrus notablement si le choix des entreprises auxquelles nous avons participé ou des Etats à qui nous avons fait crédit a été judicieux. (1) »

On peut dire que chaque fois qu'un de nos compatriotes consacre 1,000, 10.000 ou 100 000 francs en achat de valeurs étrangères, c'est, théoriquement comme s'il envoyait les mêmes sommes d'or français à l'extérieur. Mais réciproquement quand il touche 40, 400 ou 4.000 francs c'est comme si le stock français s'augmentait réellement de 40,400 ou 4.000 francs d'or étranger, le revenu annuel de la fortune française est donc en partie apporté par le travail étranger.

(1) Lewandowski, *op. cit.*

Non seulement le placement à l'étranger constitue une source de profits considérables pour notre épargne, mais aussi des réserves précieuses pour l'avenir. « S'il fallait en donner une preuve décisive, disait M. Théry à la séance du 18 avril 1900 de la *Société d'Economie politique nationale* j'évoquerais le souvenir de la vaste opération de change réalisée par le gouvernement français en 1872 et 1873 au moment du règlement de l'indemnité de guerre, opération qui permit à la France de transformer, en quelques mois, environ 4.375 millions de francs de billets de banque français et de lettres de change sur l'étranger, en monnaie libératoire allemande, sans ruiner notre circulation monétaire et sans dépense appréciable pour notre Trésor.

« En effet, tous les détails de cette colossale opération de change, unique dans l'histoire du monde, ont été mis en relief par le lumineux rapport que M. Léon Say adressa à l'Assemblée Nationale au nom de la commission du budget de 1875, et M. Léon Say a formellement reconnu, à ce propos, que c'était l'exportation des valeurs étrangères alors possédées par le portefeuille français qui avait fourni la presque totalité de ces 4 375 millions de francs de change étranger ».

A ce moment les Français avaient en réserve 15 ou 20 milliards en fonds étrangers, ils vendirent des fonds italiens, russes, espagnols qu'ils possédaient et qui leur furent rachetés par les marchés étrangers. Ils souscrivirent avec le produit de ces ventes aux emprunts 5 0/0 que le Trésor français émettait pour se procurer les sommes dues à l'Allemagne.

M. R.-G. Lévy (1) cite une boutade d'un député au Rei-

(1) *Revue d'économie politique*, article déjà cité de février 1905.

chstag, qui allait plus loin dans sa conception de cette idée qu'un portefeuille étranger est la suprême réserve en cas de crise : l'on discutait la constitution d'un trésor de guerre : « Ne le déposez donc pas en or dans la tour Julius à Spandau, s'écria-t-il, employez-le à l'achat de valeurs étrangères qui seront entre vos mains une arme à double tranchant : en temps de paix elles vous rapporteront des intérêts qui viendront grossir votre réserve ; au jour de la déclaration de guerre vous jetterez sur les marchés du dehors les titres enfermés dans vos caisses ; vous contribuerez à ruiner dès le début d'une campagne le crédit de votre ennemi, et vous lui retirerez la disponibilité des sommes dont il aura besoin pour racheter ses rentes ainsi offertes par vous. »

A cette théorie l'objection pourrait être faite de la perte énorme de capital qu'impliquerait la brusque réalisation, au moment du trouble causé par la déclaration de guerre, de centaines de millions de rentes. Il y a néanmoins une part profonde de vérité en ce paradoxe ; un pays qui est généralement jugé bon administrateur de ses finances : la Confédération helvétique, possède une quantité notable de fonds d'Etat étrangers qu'elle considère comme une ressource précieuse et certaine en cas de crise.

L'importance de notre portefeuille étranger est aussi une cause de notre excellente situation monétaire, de la bonne tenue de nos changes. En effet après l'achat premier de ces valeurs, chaque année reviennent peu à peu, sous forme de dividendes, de profits, d'intérêts, les sommes exportées. Des coupons exigibles sont, en quelque sorte, une permanente et régulière rentrée d'or étranger dans le pays.

Etant partout, ou peu s'en faut, créanciers, il en résulte

donc que les changes, d'une manière générale, se maintiennent toujours en notre faveur.

Une influence certaine et que nous avons signalée au début de ce chapitre, est celle que ces placements étrangers ont sur le taux de l'intérêt en France, si toutefois on admet la théorie de M. Théry qui ne conçoit pas que le nombre des entreprises françaises puisse se développer en proportion avec le développement de l'épargne. Dans ce cas, il est certain que la large part de l'épargne française absorbée par les valeurs étrangères a empêché la baisse du loyer de l'argent de faire de nouveaux progrès en France, au grand détriment de la nouvelle épargne.

Le groupement des capitaux privés et la spéculation — les deux grands moteurs de l'activité financière moderne qui ont très profondément modifié le vieux monde économique et social — augmentent sans cesse le volume du capital existant ; mais l'épargne nouvelle, c'est-à-dire ce nouveau capital produit par l'association du capital ancien et du travail permanent, vient elle-même réduire la puissance du capital ancien en lui disputant ses emplois.

Depuis une soixantaine d'années le taux du loyer du capital, sous l'influence de l'offre toujours croissante, a diminué de moitié ; les placements à l'étranger ont joué le rôle de frein dans cette descente constante de l'intérêt : faut-il, comme M. Théry, s'en féliciter, ou, au contraire, sans pour cela souhaiter l'utopique crédit gratuit, penser que la société ne peut que gagner à cette évolution, si quelques rentiers en pâtiront et seront obligés dans l'avenir de travailler pour vivre ?

« Plus le taux de l'intérêt est bas dans un pays, plus il est facile d'y créer des entreprises industrielles ; s'il est élevé, les chefs de ces entreprises payant chèrement les fonds de

roulement et d'outillage auront difficilement un bénéfice. L'intérêt baissant, la marge des bénéfices augmente d'autant, cela incitera un nombre plus grand d'entreprises, plus il y en aura, plus la richesse du pays augmentera. D'où plus de travail pour les ouvriers, la masse des salaires répandue dans la nation sera plus considérable, plus considérable aussi sera la masse de bonheur et de satisfaction matérielle (1). »

Cette évolution du taux de l'intérêt sans cesse décroissant, si l'on se place au point de vue de la collectivité, semble donc conforme aux grandes lois du progrès humain.

Tandis que le loyer du capital diminue, celui du travail augmente, cette progression est causée par le même fait qui diminue le taux d'intérêt : la concurrence des capitaux rendus disponibles, mobilisés et morcelés. Il faut tenir compte aussi de ce que la position du travailleur est devenue plus forte, qu'il peut plus aisément faire valoir ses droits et contribuer par sa propre action au relèvement de son « Standard of life ».

Depuis une cinquantaine d'années l'élévation progressive des salaires, provoquée par cette double cause, a élevé du simple au double le taux de loyer du travail ; le salaire des femmes a plus que doublé ; le salaire nominal moyen agricole est aujourd'hui plus de quatre fois ce qu'il était en 1789.

Mais alors se pose là une question : Dans quelle mesure et dans quel sens le placement de l'épargne française en valeurs étrangères a-t-il pu influencer le taux moyen des salaires dans le pays ?

C'est très difficile à indiquer, même d'une manière théorique.

(1) M. Alglave, à son cours.

Nous avons dit que le prix du travail s'élève quand les capitaux qui le doivent rémunérer sont plus abondants.

Envoyer partie de ces capitaux à l'étranger, c'est très évidemment réduire la masse de ceux qui restent dans le pays. Par conséquent, théoriquement, les achats de valeurs étrangères vont subventionner le travail étranger aux dépens des travailleurs français, les placements à l'étranger agissent dans le sens de la baisse à l'égard des salaires nationaux.

Mais ces placements sont productifs d'intérêts ; de la monnaie, des capitaux en formation rentrent ; une fois effectués, les placements en valeurs étrangères accroissent donc par leurs revenus annuels la masse des capitaux disponibles et influent alors sur les salaires dans le sens de la hausse.

On peut conclure que les placements à l'étranger font baisser le taux des salaires d'un pays tant que leur montant annuel est supérieur au montant de leur revenu global. Au contraire, ils tendent à faire hausser le loyer du travail quand l'ensemble de leur revenu annuel dépasse la valeur effective des nouveaux achats annuels (1).

Quand les capitalistes français consacraient 1 milliard de francs par année en achats de valeurs étrangères pour ne recevoir que 600 à 700 millions de revenus, il y avait — théoriquement — dépression des salaires. Les nouveaux achats ne s'élèvent pas à une somme aussi considérable actuellement, et le revenu annuel peut être évalué à 1.300 millions : nos placements à l'étranger auraient donc un effet bienfaisant sur les salaires français.

(1) Théry, *Société d'Economie politique nationale*.

2° Pour le particulier.

Dans un précédent chapitre il a été indiqué parmi les causes de la facilité d'exportation des capitaux d'épargne français, la recherche de placements plus rémunérateurs que ceux que l'on peut trouver en France.

L'intérêt du rentier et celui de la collectivité sont ici nettement antagoniques. Nous avons montré que pour une nation la baisse de l'intérêt est un progrès, diminue le coût de la vie, facilite la création d'entreprises plus nombreuses, augmente la masse des salaires — partant, la population — en haussant le taux des profits industriels, améliore les conditions d'existence de la famille ouvrière et contribue d'une manière générale à accroître la masse de bonheur et de satisfactions matérielles d'une nation.

Il n'en est pas de même pour l'individu qui vit des revenus d'un capital. Son désir très légitime est de tirer le meilleur parti de ses placements, de voir l'intérêt de l'argent rester assez élevé.

Un taux moyen d'intérêt, supérieur au taux moyen de l'intérêt fourni par les valeurs nationales, est pour lui le grand avantage des valeurs étrangères.

Mais avant de chercher à son épargne des placements très rémunérateurs, il devrait se souvenir de tous ceux qui, avant lui, pour faire fortune, se sont ruinés, il devrait se souvenir de toutes les expériences malheureuses que les rentiers français ont faites avec les valeurs étrangères à gros revenus.

Ce sont les Etats, les sociétés qui ont un crédit peu solide, une situation financière précaire, qui, pour tenter les inexpérimentés, offrent les intérêts les plus élevés : les épargnistes se laissent séduire par le tant pour cent et ris-

quent ainsi la perte de leur capital, ayant voulu augmenter leurs revenus.

Ces placements qui paraissent si rémunérateurs sont, le plus souvent, ce que M. Neymarck qualifie de « valeurs éruptives, valeurs à catastrophes ».

Le rentier prudent doit donc suivre les conseils que cet économiste lui donne depuis longtemps dans « *Le Rentier* », rechercher moins les beaux placements que les placements sûrs.

A l'étranger comme en France, l'intérêt des placements diminue en raison directe de l'augmentation de leur sûreté. Les valeurs étrangères sûres ou quasi-sûres, les fonds d'Etat de premier ordre, émis par de grands pays au crédit solidement assis, les obligations de grandes compagnies dont les richesses sont sagement administrées, offrent des intérêts qui ne sont guère supérieurs à ceux que l'on trouverait en plaçant ses capitaux en bonnes valeurs françaises.

Les fonds d'Etat étrangers que M. Neymarck considère comme présentant le maximum de garantie sont :

Le 3 0/0 Egyptien 1885, garanti conjointement et solidairement par la Grande-Bretagne, l'Allemagne, l'Autriche-Hongrie, la France l'Italie et la Russie ; le 2 1/2 0/0 Hellénique or 1898, garanti par la France, la Grande-Bretagne et la Russie ; les fonds anglais (2 1/2 0/0) ; hollandais (3 0/0) ; danois (3 0/0) ; suédois (3 0/0) ; norvégiens et belges (3 0/0). Ils ont des cours qui laissent peu de marge à la hausse, exception faite pour les consolidés britanniques dont le prestige a été quelque peu atteint, mais qui sont toujours un fonds de premier ordre qui a des chances de revenir graduellement au pair.

Le rentier doit donc se contenter de ces intérêts assez bas s'il désire conserver intact son patrimoine.

A côté d'un bénéfice matériel qui, si il est minime, est cependant encore appréciable, le rentier trouve dans les placements à l'étranger un autre avantage. Cette épargne exportée court les risques inhérents à tous placements, mais envisagée dans son ensemble elle constitue une réserve, un trésor de guerre soustrait aux aléas que les crises intérieures peuvent faire courir aux capitaux placés en France. Le rentier s'assure ainsi contre les grands bouleversements qui pourraient passagèrement troubler le pays. Les valeurs internationales, pour la plupart payables en or, sont autant de traites sur l'étranger dont il peut faire usage dans les moments difficiles.

M. Leroy-Beaulieu, dans un ouvrage où il donne des conseils pratiques aux gens qui ont de l'argent à placer, recommande la division des placements comme un principe qui s'impose en cette matière (1).

Si c'est une imprudence de placer toute sa fortune en une seule valeur, fût-elle de la plus grande solidité, ce doit en être une autre de la placer en valeurs d'un même pays, eût-il une situation économique la mieux établie.

Le principe de la division des placements n'est pas sans être attaqué par certains. On a particulièrement indiqué l'autorité de M. Carnegie, le magnat américain, qui, ayant accumulé plus d'un milliard dans la métallurgie, pense qu'il est préférable de n'avoir qu'une seule valeur, mais de la bien choisir et de la surveiller bien. Maxime excellente pour un industriel qui ne doit disperser son activité et son attention sur plusieurs affaires à la fois. Mais la situation du capitaliste, du rentier n'est pas la même, il n'a pas généralement la compétence nécessaire, les chances d'er-

(1) *L'art de placer et gérer sa fortune.*

reur sont plus nombreuses pour lui, il ne peut enfin consacrer comme un industriel toute sa vie à l'étude et à la surveillance d'une ou deux valeurs.

« La division des placements agit comme une assurance contre les risques : si l'on a dix, quinze ou vingt valeurs, surtout qui ne soient pas de nature similaire et qui concernent des pays variés, il est bien rare, il n'arrive même jamais qu'elles soient toutes atteintes au même moment par un cataclysme. Il y a dans ce cas une compensation de risques qui fait qu'un portefeuille ainsi diversifié n'éprouve pas le recul violent qu'a éprouvé la rente française pendant la guerre franco-allemande et dont il lui a fallu une série d'années pour se relever complètement ; ni même le recul, moins accentué mais encore très notable et partiellement très durable, qu'ont subi les Consolidés britanniques à la suite de la guerre de l'Afrique du Sud.

« Outre qu'elle agit ainsi comme une assurance et un parachute, la division des placements a ce grand mérite de préparer une réserve et des moyens d'arbitrage au cas où l'une des valeurs serait gravement atteinte. Ainsi lors de la paix en 1871, les capitalistes français qui au lieu d'avoir toute leur fortune en fonds publics français et autres titres nationaux, détenaient aussi des fonds italiens, autrichiens, ottomans même, des obligations de chemins de fer lombards et autres, ont vu ces valeurs étrangères ne baisser que très légèrement, pendant que les valeurs françaises baissaient profondément. Il leur a été facile alors de vendre à des cours relativement élevés ces valeurs étrangères pour souscrire à nos grands emprunts nationaux ou pour acheter des titres français que les circons-

tances dépréciaient. Ils ont ainsi réalisé de gros bénéfices (1). »

En Angleterre, des associations pour l'achat en commun de valeurs *exclusivement britanniques*, les « trustees », ont subi des pertes notables pendant la période de 1897-1904.

Le *Times*, dans son supplément financier du 12 septembre 1904, publiait un article à ce propos, préconisant la division géographique des placements. Il n'en aurait pas été ainsi, disait-il, si l'on avait placé une partie des fonds en valeurs étrangères.

En effet, les valeurs d'une même nation subissent en même temps, à peu de chose près, les mêmes influences, oscillent toutes dans le même sens et il n'y a pas de compensation pour la dépréciation des unes dans la hausse des autres, phénomène qui se produira le plus souvent dans un portefeuille contenant, dans une sage proportion, des valeurs étrangères.

En France, l'exemple de la division géographique des placements est donné aux particuliers par nos grandes sociétés de crédit et d'assurances qui, toutes, s'assurent contre les risques du pays en plaçant une partie de leurs fonds en valeurs étrangères et en prenant une très grande quantité de titres différents : la *Banque de Paris et des Pays-Bas* possédait en 1903 des titres de 34 fonds d'Etats différents, 278 espèces d'actions et 46 catégories d'obligations.

Au 31 décembre 1903, la compagnie d'assurances la *Nationale (Vie)*, avait un portefeuille représentant 359.042.747 francs, où les fonds d'Etat et autres valeurs étrangères entraient pour 44.907.823 francs (2).

(1) *L'art de placer et gérer sa fortune.*

(2) *Ibid.*

Sans posséder une variété de titres aussi grande qu'une société, le capitaliste avisé peut donc faire une certaine place aux valeurs étrangères dans son portefeuille pour se prémunir contre les crises qui pourraient détruire, pour un certain temps, l'équilibre économique du pays, tout en n'oubliant pas qu'aucune valeur n'est sûre et que les dangers qui menacent les pays étrangers et les valeurs qu'ils émettent lui sont moins connus, partant plus redoutables, que ceux qui peuvent compromettre la sécurité des valeurs nationales.

CHAPITRE IV

LES INCONVÉNIENTS DE L'EXPORTATION DES CAPITAUX FRANÇAIS

1° Pour la collectivité.

Les placements en valeurs mobilières étrangères offrent des avantages qui expliquent en partie l'attrait qu'ils ont pour les capitalistes et la quantité considérable que ceux-ci en possèdent.

Ils présentent aussi de graves inconvénients, nuisibles aux intérêts généraux de la nation comme aux intérêts privés des porteurs de ces valeurs. Ces inconvénients sont tels qu'ils ne semblent pas être compensés par les avantages.

La production agricole et industrielle, qu'on entoure de tarifs douaniers protecteurs, a à lutter contre des concurrences qui ont été armées par des envois incessants de capitaux d'épargne français, ce qu'on ne cherche à empêcher d'aucune façon. C'est là le reproche que l'on adresse le plus souvent aux placements extérieurs : nous outillons des concurrents.

L'Italie, l'Espagne ont trouvé chez nos rentiers les sommes qui leur étaient nécessaires pour s'organiser au point de vue économique, et maintenant les produits de leurs industries et de leurs agricultures que nous avons commanditées, entrent en concurrence avec les produits de l'agriculture et de l'industrie française. Il en a été de même pour tous les pays nouveaux qui, dépourvus de capitaux étaient jadis tributaires de l'Europe qui leur faisait

payer chèrement les produits manufacturés qu'elle leur donnait en échange de leurs produits naturels. Aujourd'hui grâce aux capitaux, aux ingénieurs, aux savants, aux praticiens que l'Europe y a envoyés, ces pays, qui possèdent des terres fertiles, une main-d'œuvre presque gratuite, se sont créé un outillage économique qui leur permet de faire une terrible guerre de concurrence aux produits manufacturés européens.

En 1893 M. Charles Pearson, un économiste anglais, faisait paraître un ouvrage, qui fit sensation à cette époque, sur l'avenir de la race blanche. Il démontrait aux brokers et banquiers de la Cité qu'avec « l'imprudent » système de colonisation qu'on avait employé, l'industrie et la fortune anglaise étaient vouées à une ruine certaine.

Les banquiers, les ingénieurs et les trafiquants anglais, disait-il, ont appris aux peuples neufs les arts et les secrets industriels qui faisaient la force et la richesse des vieilles nations d'Europe, ils leur ont enseigné la manière de créer, d'organiser et de conduire les usines, de construire les routes et les chemins de fer, de creuser les ports, les ont initiés à la science du commerce et leur ont prêté des capitaux.

Peu à peu, ces élèves, grâce à une main-d'œuvre qui ne leur coûte presque rien, ont réussi à détrôner aux Indes et dans presque tous les pays d'Extrême-Orient la souveraineté des produits anglais, demain ils les expulseront des pays du continent américain encore ouverts à l'importation anglaise, après-demain ils viendront les attaquer sur les marchés de la métropole même (1).

C'est là une des plus redoutables conséquences, pour l'avenir économique de la France, de l'envoi de capitaux

(1) Théry, *La crise des changes*, 1894.

en des pays qui s'en serviraient pour combattre nos productions indigènes.

L'on a répondu à cela que ce danger a quelque chose de fatal et que ce ne serait peut-être pas d'une bonne politique que de s'abstenir de prêter à ces rivaux éventuels :

« Si la France refusait absolument tout prêt à l'étranger, les pays emprunteurs s'adresseraient à ceux de nos voisins : — Angleterre, Allemagne, Belgique, Hollande ou Suisse — qui nous disputent actuellement les affaires internationales nouvelles et ils y trouveraient les capitaux nécessaires.

« Débarrassés de la concurrence française les pays prêteurs feraient évidemment payer leurs services financiers plus cher et exigeraient peut-être des pays emprunteurs — comme nous le faisons quelquefois en France — certains avantages économiques au profit de leur industrie indigène. Notre abstention n'empêcherait pas la mise en valeur des pays nouveaux encore inexploités, car nous ne sommes pas les seuls à avoir des capitaux disponibles. Elle n'aurait peut-être pour effet que d'augmenter les bénéfices financiers et industriels de nos rivaux d'Europe et d'accentuer la dépréciation du taux des loyers des capitaux en France » (1).

La question ainsi posée serait d'une difficile solution. Le danger serait grand dans les deux cas d'exportation et de non-exportation des capitaux. Mais n'est-elle pas posée de façon un peu trop absolue ? Sans « refuser absolument de prêter à l'étranger » on peut diminuer la part faite à ces placements.

Et d'ailleurs, dut-il en coûter, il y a un intérêt supérieur, à le faire ; il est toujours plus urgent, de tenter de se présen-

(1) Théry, *Société d'Economie politique nationale*.

ver des malheurs immédiats que de prévenir ceux qui ne nous menacent qu'indirectement.

Car s'il est très regrettable de voir les capitaux français subventionner des entreprises qui font concurrence aux nôtres, il l'est plus encore de penser que nous n'avons pas gardé pour la production française les éléments nécessaires pour la soutenir et la développer.

C'est là le plus grand dommage causé par l'extension de notre portefeuille étranger, celui qui doit être pris en considération plus que tout autre.

M. Cauwès président de la *Société d'Economie politique nationale*, défendait, à la séance du 16 mai 1900, cette opinion, que les capitaux placés en fonds et titres étrangers auraient été employés de plus utile façon en France à la mise en valeur des forces productives nationales.

Donnant comme chiffre de l'épargne disponible annuelle 2.500 millions et considérant que les placements étrangers attireraient annuellement environ 700 millions, M. Cauwès examinait comment les 1.800 millions qui restaient en France y étaient répartis : « Ces 1.800 millions ne sont pas disponibles pour l'œuvre productive directe, car il y a un prélèvement très important à faire du chef de l'assurance, de la prévoyance en général et ce prélèvement me paraît ne pas pouvoir être estimé à moins de 300 millions. Effectivement les sociétés de secours mutuels prélèvent 32 millions ; les achats de rente pour les caisses d'épargne vont de 20 à 25 millions ; les caisses de retraite pour la vieillesse prennent 44 millions, les primes pour les assurances contre l'incendie à primes fixes s'élèvent à 100 millions ; celle des assurances-vie à primes fixes à 70 millions : au total 270 millions, auxquels il faudrait ajouter les versements faits aux mutualités,

« Donc ces 1.800 millions ne sont pas libres pour des placements industriels, il y a un prélèvement à faire (et il est très heureux qu'il soit fait) pour le service de la prévoyance.

« Il reste donc 1.500 millions, desquels les chemins de fer, tant dans la mesure des crédits qui sont autorisés par l'Etat chaque année, que par les emprunts directs des Compagnies, attirent à eux de 100 à 125 millions ; ce n'est pas tout : les sociétés de crédit accroissent leur capital ; les entreprises relatives à l'outillage national (travaux des ports, canaux, entreprises de traction, etc.), absorbent une partie encore des ressources disponibles. Ce qui reste alors, ce peut être tout au plus 1 milliard pour l'ensemble des placements productifs. Pour un pays comme la France c'est peu. C'est peu en considérant que non seulement nous avons à mettre en valeur nos forces productives en France, mais que nous avons aujourd'hui un immense empire colonial qui exige, lui aussi, pour son exploitation économique, des capitaux considérables. Il s'est constitué en ces temps derniers de nombreuses sociétés anonymes de colonisation auxquelles des concessions considérables ont été données, malheureusement leurs capitaux sont très insuffisants. Il y a de ces sociétés qui sont concessionnaires, au Congo de 55.000 kilomètres carrés et qui sont constituées au capital de 3 millions, cela fait environ 50 francs par kilomètre carré. C'est bien peu pour la mise en valeur et pour les divers services d'intérêt général confiés à ces sociétés. Aussi peut-on craindre qu'il y ait là plus de mise en scène et de spéculation que d'œuvre vraiment féconde.

« Revenons maintenant en France même ; nous nous plaignons de ce que l'agriculture ne trouve pas de capitaux suffisants ; nous déplorons ce fait que les entreprises nou-

velles ne se forment pas autant qu'il serait souhaitable. Dans ces 250 millions que l'on attribue aux sociétés mobilières il y a pour une partie des sociétés de crédit, il y a des sociétés qui font des opérations immobilières, etc. Ce qui reste pour l'industrie est manifestement peu.

« Mais il ne faut pas oublier que la plupart des entreprises ne prennent pas la forme de sociétés par actions. Dans notre constitution économique les entreprises individuelles représentent la part de beaucoup la plus grande des intérêts agricoles et des intérêts industriels.

« A elles, pour alimenter largement notre production il faudrait réserver bien plus qu'aux placements à l'étranger. Or on peut affirmer qu'elles ne disposent pas d'une somme égale de capitaux libres.

« Je suis donc assez alarmé de ce prélèvement de 700 millions par an en faveur de valeurs étrangères dans un pays qui ne conserve pour toutes les œuvres productrices proprement dites, sous forme de sociétés ou d'entreprises quelconques, que environ 1 milliard, la proportion entre les placements nationaux et les placements étrangers me paraît absolument irrationnelle. »

2° Pour le particulier.

Pour le particulier les placements en valeurs étrangères ne sont pas non plus sans avoir de grands inconvénients. Toutes les valeurs mobilières, même celles qui passent pour les plus sûres, comportent des risques. Le rentier doit toujours être attentif et surveiller les fluctuations du cours des valeurs qu'il a en portefeuille. Or pour les valeurs étrangères, il est presque totalement dépourvu de renseignements dignes de foi.

Les capitalistes français n'ont guère comme éléments d'information et de contrôle sur le crédit des nations emprunteuses, que la presse. L'on sait ce que valent, d'une manière générale, les renseignements fournis par la presse en matière financière.

Tous les journaux ont une chronique financière. La plupart du temps elle est informée par des agences parisiennes qui, ayant des marchés passés avec des syndicats financiers ou des banques, n'envoient que les renseignements et communiqués que ces maisons leur veulent bien donner (1).

La plupart du temps, le rentier n'apprend que la situation de tel Etat, dont il possède des titres de rente, est mauvaise, que lorsqu'elle est désespérée : parfois au même moment où le gouvernement proclame en des documents officiels le maintien ou le développement de la prospérité publique et privée.

Ces documents officiels font fréquemment défaut eux-mêmes, aucune bibliothèque en France ne posséderait la collection complète des budgets et comptes de tous les Etats étrangers (2).

D'ailleurs, à en juger par les difficultés qu'éprouvent chez nous les plus experts en matière économique et financière pour apprécier sûrement et sans parti pris notre propre situation, il est aisé de comprendre combien ces difficultés sont plus grandes pour des Etats étrangers même si l'on possédait des informations suffisantes (3), comme, par exemple, pour la Russie sur la situation de laquelle

(1) Guichard, *De la protection de l'épargne nationale et des syndicats de porteurs de valeurs étrangères*.

(2) Guichard, *ibid.*

(3) Neymarck.

nous possédons des renseignements assez complets grâce aux publications de MM. Hoskier et Cie (*Les finances de la Russie*) et à celles du gouvernement russe (1).

Les renseignements que le rentier peut recueillir sur les valeurs étrangères autres que les fonds d'Etat sont plus rares encore. A part quelques établissements de crédit qui publient des bilans sommaires, des Compagnies de chemins de fer et des exploitations industrielles qui fournissent aux journaux des états de recettes brutes, il n'existe guère comme sources d'informations que l'*Annuaire* édité par la Chambre syndicale des agents de change, celui de la Chambre syndicale des banquiers et l'*Almanach financier* de Rousset, où l'on trouve des extraits de statuts des sociétés, des détails sur la teneur des titres, leurs modes de négociation, un relevé des derniers dividendes et des cours moyens annuels.

Mais ces publications sont purement officieuses et peu répandues dans le public.

Dans les revues politiques, économiques et financières, on peut lire des articles fort savants inspirés par un directeur, champion d'un parti ; le plus souvent ces périodiques spéciaux sont peu connus du grand public acheteur des valeurs étrangères.

Ce qu'il connaît surtout — malheureusement — ce sont les journaux, brochures et gazettes de toutes sortes, édités par des maisons de banque, qui mettent sous ses yeux, d'infailibles martingales composées après coup, et dont l'abonnement est d'un prix peu élevé, est parfois gratuit (2).

(1) Informations dont la sincérité a d'ailleurs été fortement mise en doute ces dernières années par nombre de polémistes et écrivains financiers.

(2) Guichard, *op. cit.*

Une absence totale d'informations serait moins nuisible que de semblables publications pour la masse des petits rentiers, des petits épargnistes qui se laissent séduire par les phrases trompeuses de semblables prospectus et par les fabuleux bénéfices qu'on leur fait espérer (1).

Dans certains pays mieux partagés que nous sous ce rapport, il existe des publications spéciales paraissant chaque année et qui fournissent des renseignements très détaillés sur la constitution des sociétés, les titres qu'elles

(1) En termes très vigoureux, M. Lysis écrivait dans la *Revue* du 1^{er} novembre 1903 :

« En politique, il y a le parti au pouvoir et l'opposition ; en justice, il y a le procureur et l'avocat ; dans le commerce, il y a l'acheteur et le vendeur ; partout, dans le monde social, l'équilibre s'établit grâce à l'existence de forces antagonistes luttant les unes avec les autres. Rien de pareil ici. L'élément naturel de contrepoids devrait résider dans la presse, mais celle-ci, elle aussi, se trouve presque tout entière inféodée aux monopoles financiers, ou se tait par pusillanimité. Les grandes émissions donnent lieu à une abondante distribution de subventions, de mensualités, d'insertions payées, à laquelle la presque unanimité des journaux participent. Les bulletins financiers des journaux politiques sont le plus souvent affirmés, et n'expriment d'avis sincère que dans une mesure impossible à connaître. D'une manière générale, et à peu près absolue, la presse financière est une presse de publicité, ce n'est pas une presse d'opinion. Son vice fondamental est qu'elle reçoit sa rémunération de la finance, non du public. Qu'il y ait une ou deux exceptions honorables, il n'importe. Elles ne peuvent pas modifier ces vues d'ensemble. Le caractère presque universellement vénal de cette presse spéciale est, d'ailleurs, attesté d'une manière indirecte par la tendance à rapporter à des intentions de chantage et d'extorsion de fonds toute critique défavorable. Il semble que l'hypothèse d'une opinion sincère sur ces questions d'argent soit jugée professionnellement n'vraisemblable. Une valeur est bonne, si l'on « touche ». Elle est mauvaise, autrement. Quand tout le monde « touche », le concert des louanges, cela va de soi, n'est pas troublé. Et comme les grandes émissions comportent l'établissement de gros budgets de publicité, il est rare, en effet, qu'elles soient gênées par l'insertion de notes discordantes. »

ont mis en circulation et sur la gestion des capitaux dont elles disposent. Ainsi seraient le « Sälings börsen papeire » en Allemagne et le « Compass » à Vienne. En Angleterre, on trouve des informations nombreuses dans le « Burdett's Official Intelligence » et le « Skinner's Stock-Exchange Year-book », et pour les fonds d'Etat surtout les rapports annuels du « Council of the Corporation of foreign Bondholders » qui donnent les renseignements les plus précis et les plus complets sur la situation économique et financière des principaux débiteurs de l'Angleterre dont les capitalistes ont pu avoir à se plaindre.

Le rentier français dépourvu de renseignements sûrs, abusé par des panégyriques intéressés, a vu trop souvent ses épargnes se perdre pour le tout ou pour partie après les avoir confiées à des sociétés ou à des Etats incapables ou peu soucieux de tenir leurs engagements.

Pourra-t-il avoir un recours efficace contre ce débiteur étranger insolvable ?

La réponse sera différente selon qu'il s'agira d'une société étrangère ou d'un Etat.

Envisageons le premier de ces cas.

L'article 14 du Code civil ainsi conçu : « L'étranger même non résident en France pourra être cité devant les tribunaux français, pour l'exécution des obligations par lui contractées en France avec un Français ; il pourra être traduit devant les tribunaux de France pour les obligations par lui contractées en pays étranger envers des Français », semble favorable pour le rentier français en lui donnant le droit d'assigner devant un tribunal français la société étrangère, contrairement à la règle *actor sequitur forum rei*. Ce tribunal sera, si la société n'a pas de succursale ou de représentant en France, soit l'un de ceux dési-

gnés par l'article 420 du Code de procédure civile (1) que la plupart des auteurs appliquent par analogie, soit le tribunal du domicile du demandeur dans le cas où l'application de l'article 420 serait impossible. Mais ici se dresse une difficulté théorique : l'article 420 n'est obligatoire qu'en matière commerciale et l'attribution de compétence au tribunal du demandeur est purement arbitraire.

En supposant que le tribunal choisi se déclare compétent, si, comme ce sera la plupart du temps le cas, la société n'a pas de biens en France, quelle sera la valeur de ce recours que semble accorder au rentier l'article 14 ?

Le jugement du tribunal d'un pays n'étant pas exécutoire hors des frontières, aller devant un tribunal étranger vaudrait tout autant pour lui.

S'il s'agit d'un Etat étranger son recours sera plus illusoire encore.

La question est très controversée de savoir quelle est la nature de l'engagement d'un Etat emprunteur vis-à-vis de ses souscripteurs ou porteurs de titres.

M. Politis lui refuse le caractère de contrat proprement dit ; ce ne serait pas une obligation civile, ce ne serait pas non plus une obligation naturelle, mais bien une dette d'un caractère tout particulier, une *dette d'honneur*. De semblables conventions paraissent pourtant bien avoir un caractère obligatoire :

« Les sanctions peuvent ne pas être celles du droit civil, elles peuvent être moins efficaces, le lien de droit n'en existe pas moins, la méconnaissance n'est pas seulement

(1) ART. 420 : « Le demandeur pourra assigner à son choix : devant le tribunal du domicile du défendeur ; devant celui dans l'arrondissement duquel la promesse a été faite et la chose livrée ; devant celui dans l'arrondissement duquel le paiement devait être effectué. »

un déshonneur pour le gouvernement qui en assume la responsabilité, c'est un acte d'injustice formelle commis au préjudice des porteurs. La souveraineté du débiteur en aggrave encore le caractère en en faisant une véritable spoliation » (1).

Certains auteurs considèrent que l'Etat quand il sollicite des capitaux n'agit pas en tant que souverain faisant un acte politique, il est sur le terrain des intérêts matériels et s'adresse dans l'espèce à des capitalistes qui ne relèvent en rien de son pouvoir, pour eux l'emprunt d'Etat serait un contrat purement civil. Le plus grand nombre lui attribue un caractère mixte participant à la fois du droit civil et des attributs de la souveraineté.

Si les uns pensent qu'il est difficile de déterminer dans quels cas un Etat abdique, en quelque sorte, sa souveraineté pour contracter à l'égal d'un particulier, il semble à d'autres que le doute n'est guère possible en cette matière.

« L'Etat n'agit pas de la même manière quand il poursuit le recouvrement d'une taxe et quand il s'adresse à la bonne volonté des prêteurs. Dans le premier cas il procède par voie d'autorité ; il exige le paiement d'une redevance ; il décerne au besoin une contrainte ; il s'empare s'il le faut des biens du contribuable, il ne cesse pas d'user dans tout le cours de ces opérations de ses droits de souveraineté. Dans le second cas, au contraire, il se considère comme l'égal de ceux dont il sollicite la confiance, il contracte avec eux, il devient leur débiteur, il consent à subir la loi qui régit les actes d'un particulier » (2).

S'il en est ainsi, ce seraient les règles du droit international privé qui devraient être appliquées, mais les moyens

(1) M. Lacombe. Congrès 1900. Rapport n° 70.

(2) Vauthier, *Etude sur les personnes morales*.

d'exécution ne peuvent être les mêmes vis-à-vis d'un Etat et vis-à-vis d'un particulier, les biens dépendant du domaine public ne peuvent être saisis, ne peuvent être détournés de leur destination.

Puis se pose la question de la compétence que l'article 14 déjà cité semble accorder aux tribunaux français, mais il faut se reporter à la déclaration de Portalis au moment de la rédaction de cet article : « Nous ne parlons pas des ambassadeurs, ce qui les concerne est réglé par le droit des gens. S'il s'agit non pas seulement des ambassadeurs ou des ministres d'un Etat étranger mais de cet Etat lui-même, c'est à plus forte raison que le droit des gens est seul applicable. »

La Cour de cassation a consacré le principe de l'incompétence des tribunaux français en cette matière (1).

Seraient-ils compétents que l'absence de pouvoir de leurs arrêts à l'étranger n'en laisserait pas moins les porteurs de titres étrangers lésés dans leurs intérêts, sans recours efficace.

En un autre chapitre nous verrons comment ceux-ci peuvent, sur autre terrain, défendre leurs droits.

Le porteur de valeurs mobilières étrangères se trouve encore dans une situation très défavorable, si on la compare à celle d'un porteur de valeurs françaises, par suite du système établi par notre législation sur les titres perdus ou volés.

La question de savoir si le propriétaire de titres mobiliers involontairement dépossédé doit recevoir une protection exorbitante du droit commun, peut revendiquer ses valeurs contre le possesseur de bonne foi, est affirmée par

(1) 22 janvier 1849, Ch. civ., rejet., 5 mai 1855.

la loi française, mais le principe en reste discutable. La plupart des pays étrangers ne l'admettent pas ; leurs législations subordonnent l'intérêt des propriétaires gardiens peu vigilants de leurs titres à l'intérêt supérieur qu'il y a de ne pas entraver le libre commerce, la libre circulation des valeurs mobilières qui doivent, d'après eux, pouvoir passer de mains en mains avec la même liberté que des espèces métalliques qu'on ne peut revendiquer quand on a été volé.

La loi belge applique encore en cette matière les articles 2279 et 2280 du Code civil français.

En Allemagne, l'acquéreur de bonne foi devient propriétaire, cette règle ne souffre pas d'exceptions s'il s'agit d'espèces ou de titres au porteur, même si les espèces ou les titres ont été volés (art. 936, C. civ.). En Autriche et en Hongrie les mêmes dispositions sont admises par la loi.

En Danemark et en Norvège le fait de la possession de bonne foi d'un effet public au porteur paraît conférer la propriété, même en cas de perte ou de vol.

L'article 57 du Code de commerce italien porte que la revendication en cas de perte ou de vol est admise seulement contre celui qui a trouvé le titre ou celui qui l'a reçu avec connaissance du vice, la négligence grossière n'a pas (sauf dans les cas expressément prévus par un texte, pour le chèque par exemple) été assimilée à la mauvaise foi qui aux termes mêmes de l'article 57 est constituée par la connaissance du vice.

La législation anglaise protège si peu le propriétaire dépossédé que si l'acquéreur de bonne foi transmet le titre à un acquéreur de mauvaise foi, celui-ci sera à l'abri d'une revendication.

En France, avant la loi du 15 juin 1872, les droits respectifs des propriétaires dépossédés, des établissements débiteurs et des tiers porteurs étaient régis par les règles du droit commun.

L'acquéreur d'un titre mobilier était couvert par l'application de la règle « en fait de meubles possession vaut titre ». Règle qui, il est vrai, était complétée par la disposition contenue à l'alinéa 2 de l'article 2279 du Code civil : le titre au porteur pouvait être revendiqué pendant les trois ans qui suivaient la dépossession même vis-à-vis d'un acquéreur de bonne foi, sauf à celui-ci de se retourner contre son vendeur.

Le propriétaire dépossédé devait, s'il retrouvait avant l'expiration de ce délai le nouveau possesseur de son titre, pour rentrer en possession de ce dernier, rembourser préalablement le prix payé par le possesseur de bonne foi ; si la dépossession résultait d'un autre fait que la perte ou le vol (l'abus de confiance par exemple), le propriétaire ne pouvait revendiquer son bien.

La loi du 15 juin 1872 assura par deux moyens la protection du propriétaire : par une opposition à l'établissement débiteur celui-ci empêchait tout paiement des intérêts et du capital, par une opposition publiée dans le *Bulletin officiel de la Chambre syndicale des agents de change* il empêchait toute négociation, l'agent de change étant rendu responsable de toute négociation postérieure à la publication de cette opposition.

Le propriétaire était parfaitement garanti, mais les acheteurs l'étaient moins. Fréquemment, en effet, le propriétaire négligeait de faire opposition à la Chambre syndicale se contentant de l'envoyer à l'établissement débiteur. Le titre perdu ou volé continuait à circuler ; le jour où son

porteur s'apercevait de l'opposition il arguait du vice caché de la chose vendue et se retournait contre son vendeur, une série de recours remontait ainsi jusqu'au porteur qui ne trouvait personne pour le dédommager parce que son vendeur avait disparu, était insolvable, ou l'auteur du vol. L'agent de change n'était pas responsable, aucune publication n'ayant été faite au *Bulletin*. Cette situation était très défavorable pour les acheteurs de valeurs tant françaises qu'étrangères.

La loi du 8 février 1902 a modifié la législation de 1872, elle exige que les deux oppositions soient faites et que celle faite au Syndicat des agents de change soit toujours la première. Des garanties aussi complètes que possible paraissent avoir été données par ces dispositions, le propriétaire dépossédé n'y perd rien et le public des acheteurs y gagne beaucoup.

Mais s'il ne peut plus arriver depuis la loi de 1902 qu'une opposition soit faite au débiteur sans qu'elle soit faite également à la chambre syndicale et par suite empêcher toute négociation, pour des valeurs françaises, il n'en est pas ainsi pour les valeurs étrangères. Il arrive fréquemment que des porteurs français se trouvent en possession de titres rendus non négociables par une opposition faite avant leur première négociation en France, faite seulement à l'étranger. Tous les inconvénients supprimés pour les titres français par la loi de 1902 se produisent alors. Les agents de change négocient le titre sans que leur responsabilité soit engagée. Quand l'opposition faite à l'étranger est découverte, les recours des porteurs contre leurs vendeurs remontent jusqu'à ce qu'ils s'arrêtent à celui qui ne peut retrouver le sien, il croyait avoir fait une opération sûre en achetant et en revendant

un titre par ministère d'agent quand en réalité il avait reçu et transmis une chose non négociable par suite de vice caché : pour lequel il doit garantie à son acheteur ; mais pour lequel lui-même ne peut obtenir de personne sa propre restitution parce que son vendeur est insolvable, a disparu, était le voleur ou l'illégitime inventeur du titre.

Tout acheteur de valeurs mobilières étrangère se trouve exposé à cette fâcheuse éventualité ; la loi française très efficace pour les valeurs françaises laisse les valeurs étrangères hors de son action.

Un remède avait été proposé pour ce qui concerne les titres étrangers négociables sur notre marché officiel.

« Les agents de change sont maîtres de leur cote ; avant d'y admettre les valeurs étrangères il leur serait aisé d'exiger que toute opposition signifiée à l'établissement débiteur leur soit immédiatement dénoncée. Ainsi serait réalisée pour les titres étrangers perdus ou volés, la même complète garantie qui existe pour les valeurs françaises » (1).

Cette mesure serait adoptée, que ce serait évidemment un grand progrès, mais laisserait encore sans défense les nombreux porteurs de valeurs étrangères qui ne sont pas admises à la cote officielle.

Au Congrès international des valeurs mobilières de 1900 la question fut examinée de l'opportunité d'une entente internationale, et de sa possibilité, pour assurer les propriétaires de valeurs mobilières contre la dépossession involontaire de leurs titres.

Cette protection en effet, même avec les améliorations apportées par la loi de 1902, et nous avons vu qu'elles

(1) Louis Delzons, *J. des Débats*, 18 juillet 1903.

étaient lettre morte pour les valeurs étrangères, n'est pas très sérieuse parce qu'elle est purement territoriale. Si l'on est dépossédé de titres au porteur et que les formalités exigées par la loi d'un pays aient été remplies dans ce pays, on y est protégé mais on ne l'est pas dans un autre, la question de la protection de l'acheteur de bonne foi fut également posée et sur la proposition de M. Lyon-Caen le vœu suivant fut voté par le Congrès :

« Le Congrès international des valeurs mobilières émet le vœu qu'une entente internationale intervienne pour assurer d'après les règles uniformes la protection des propriétaires de titres dépossédés et charge le bureau du Congrès de poursuivre la réalisation de ce vœu. »

Mais la question de la protection des acheteurs de valeurs, si elle fut posée par quelques membres, ne fut, pour ainsi dire, que très peu étudiée par le Congrès. Il faut signaler les observations que M. Lévy-Alvarès à la même séance du Congrès international des valeurs mobilières avait présentées ; faisant remarquer que la majorité des pays appliquaient les règles du droit commun à la perte ou au vol de valeurs mobilières, il rappelait que la loi de 1872 avait été votée sous l'influence des événements de 1871 et déclarait qu'il regrettait que la France crut devoir persister dans ce système de dérogation au droit commun, et ne pas suivre l'exemple qui lui était donné par les autres nations.

En effet, la loi de 1872 qui a été perfectionnée incomplètement par la loi de 1902 présente le grave défaut de faire supporter, contrairement au principe de l'article 1382, le poids d'une faute qu'il n'a pas commise à un acquéreur le plus souvent intéressant et de bonne foi. L'on peut dire que c'est toujours le cas quand il s'agit de valeurs étrangères.

Une question sur laquelle au contraire notre législation est en progrès sur certaines législations étrangères est celle des coupons de titres amortis payés par erreur. La jurisprudence française reconnaissait autrefois le droit des sociétés et administrations publiques qui avaient émis des obligations remboursables par tirage au sort, de retenir au moment du remboursement du capital le montant des coupons qui auraient été payés par erreur après l'échéance. Cette jurisprudence ne tenait aucun compte de l'article 1906 du Code civil qui pourtant semblait régler cette question : « L'emprunteur qui a payé des intérêts qui n'étaient pas stipulés ne peut ni les répéter, ni les imputer sur le capital. » Règle qui est la transcription de la vieille maxime romaine : *Usuræ salutæ non repetuntur*.

La loi du 1^{er} août 1893 sur les sociétés par actions, modifiant la loi de 1867, contient une disposition ainsi conçue : « Dans les cas où les sociétés ont continué à payer les intérêts ou dividendes des actions obligations ou tous autres titres remboursables par suite d'un tirage au sort, elles ne peuvent répéter ces sommes lorsque le titre est présenté au remboursement. »

Il faut noter que cette disposition ne s'applique pas aux établissements publics.

Mais plusieurs nations étrangères n'ont pas admis ce principe, et c'est pour le porteur de valeurs émises par le gouvernement ou par des sociétés de ces pays, un risque, un aléa de plus à ajouter à une trop longue liste.

En Autriche-Hongrie, la jurisprudence applique l'article 1304 du Code civil : « Lorsqu'en cas de dommage il y a faute de la partie lésée, elle supporte proportionnellement le dommage avec celui qui l'a causé, et si l'on ne peut déterminer l'étendue de la faute de chacun l'indemnité est répartie proportionnellement. »

En Belgique la jurisprudence paraît également se prononcer en faveur du droit de répétition ; en Italie, ce droit est affirmé par le Code civil, de même en Russie ; en Espagne et en Suisse il n'y a pas de dispositions légales visant cette question.

L'argumentation des emprunteurs est la suivante : le public sait que les obligations seront remboursées par tirage au sort et dès lors ne produiront plus d'intérêts, le résultat des opérations de tirage est publié par des affiches et dans des journaux, il est du devoir du public de se renseigner et s'il ne le fait pas il doit supporter le poids de sa négligence. L'emprunteur qui a payé par erreur doit demander la restitution des intérêts, par application du principe : tout paiement suppose une dette et ce qui a été payé par erreur est sujet à répétition.

Mais, en fait, la publicité n'est pas suffisante et peut être une duperie, sans doute l'emprunteur étranger fait comme il a été stipulé des insertions dans des journaux français, mais il peut choisir des journaux inconnus du public.

D'autre part, la faute de l'emprunteur est bien plus grave que la simple négligence du porteur, il dénature les conditions de son emprunt en continuant à payer des coupons amortis car il bouleverse ainsi les conditions de son amortissement.

L'on peut soutenir aussi que le capital n'ayant pas été remboursé au jour du tirage, payer les intérêts est chose due puisque le capital fructifie toujours entre les mains de l'emprunteur,

Cette divergence des différentes législations qui constitue un grave inconvénient pour les porteurs français de valeurs étrangères, a amené le Congrès international de 1900 à émettre le vœu que l'unification des législations sur ce point, soit faite par entente internationale.

CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE

Que l'on adopte les chiffres prudemment modérés proposés par M. Neymarck, ou ceux plus élevés donnés en février 1907 à la tribune de la Chambre par le ministre des finances, on est obligé de reconnaître que la partie de l'épargne française qui se tourne vers les placements à l'étranger est anormalement importante.

Après avoir constaté que 30 ou 35, peut-être 40 milliards d'argent français sont placés en des pays étrangers soit pour y faire prospérer des industries, soit pour équilibrer les budgets des Etats, des provinces ou des cités, l'on comprend volontiers que la perte de ces forces pour la nation, que les expatriations de ces disponibilités aient une influence capitale sur le conditionnement et le fonctionnement de la vie économique de la France.

Ces milliards exportés représentent presque le tiers de la valeur totale des titres mobiliers effectivement possédés par les capitalistes et rentiers français. Nous avons vu les graves inconvénients d'une semblable situation ; certains auteurs considèrent ces placements étrangers comme de véritables détournements au préjudice de notre agriculture et de nos industries ; ils insistent sur les risques nombreux inhérents à ces placements plus ou moins aventureux, risques qui lèsent les intérêts supérieurs de la collectivité en même temps qu'ils font le malheur et la ruine des particuliers qui se sont laissés séduire par des apparences rémunératrices.

D'autres auteurs, au contraire, trouvent surtout des avantages nombreux et considérables dans le cosmopolitisme des placements français ; avantages que d'ailleurs les premiers — avec une moindre insistance — reconnaissent comme certains.

La collectivité tout autant que les particuliers bénéficie hautement de l'importance de notre portefeuille étranger, bien plus : par suite du rapide et constant accroissement des capitaux d'épargne français, ces placements à l'étranger sont une nécessité ; si nos exploitations industrielles ou autres profitaient d'une plus grande adduction de capitaux, elles ne pourraient cependant absorber la totalité des nouveaux capitaux qui chaque année cherchent des emplois, une surcapitalisation causerait une hausse factice de nos valeurs mobilières, d'où un effondrement à la première crise.

En présence d'une situation qui offre, avons-nous dit, des avantages considérables, qui a sauvé le pays en une crise difficile, qui pourra lui rendre le même service un jour ; qui, d'autre part, entraîne des inconvénients qui ne sont pas moins considérables, la conclusion qui semble s'imposer est que l'on ne peut envisager, même théoriquement, l'irréalisable proscription de l'introduction en France des valeurs mobilières étrangères qui sont un *nécessaire* emploi de nos excédents d'épargne. Une semblable proscription entraînerait des inconvénients plus redoutables, que tous ceux qui pourraient être causés par le portefeuille étranger le plus exagérément développé.

Mais ce qu'il faut souhaiter c'est que ce soient réellement des *excédents* d'épargne qui passent la frontière, que l'argent français ne se place à l'étranger qu'après avoir

contribué pour ainsi dire jusqu'à saturation à la mise en valeur de toutes les forces productives de la nation, au perfectionnement et à l'extension de notre outillage économique national. Il faut que l'argent français n'aille contribuer à la richesse des industries et des Etats étrangers qu'après avoir fait obtenir en France le maximum de rendement de toutes les entreprises, de toutes les virtualités qui avec des capitaux plus abondants seraient efficacement et pleinement productrices.

Il faut donc observer une mesure, simplement limiter l'extension du portefeuille étranger et inciter les rentiers et capitalistes à satisfaire et au besoin provoquer les demandes du pays avant celles de l'étranger.

Cette mesure restrictive de la facilité d'exportation des capitaux français devrait être dirigée contre les valeurs dangereuses ; le marché restant largement ouvert aux valeurs de premier ordre émises par des Etats ou des sociétés au crédit solide, à la situation financière saine, ayant toujours ponctuellement tenu leurs engagements. Tandis qu'on rendrait difficile pour les épargnistes inexperts l'acquisition de ces valeurs trop nombreuses qui représentent le plus souvent un départ de capitaux sans aucun esprit de retour même sous forme d'intérêts ou de dividendes.

Il faut parer aux dangers que présentent les *mauvaises* valeurs étrangères que proposent de peu scrupuleux intermédiaires à nos rentiers, le moyen le plus radicalement effectif serait donc de les proscrire — autant que possible.

Il faut enfin, quand la catastrophe s'est produite, malgré toutes les précautions prises pour la prévenir, s'efforcer de sauvegarder les intérêts des épargnes compromises, de sauver ce qui n'est pas encore irrémédiablement perdu.

Dans la seconde partie de cette étude nous verrons les

différents moyens d'action qu'un État peut mettre en œuvre pour assurer une juste proportion des capitaux nationaux aux entreprises et aux besoins généraux du pays, pour écarter de ses Bourses officielles autant que des marchés libres, telles valeurs qui peuvent faire courir d'irréparables risques à l'épargne nationale.

Nous examinerons ensuite comment est assurée la sécurité du porteur des valeurs mobilières étrangères par les actions combinées du législateur, du gouvernement et de l'initiative privée, et quelles sont les réformes qui pourraient avoir pour résultat de rendre cette sécurité moins illusoire.

DEUXIÈME PARTIE

LA LIMITATION DU PORTEFEUILLE ÉTRANGER ET LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE EXPORTÉE

SECTION I

MOYENS D'ACTION SUR LA RÉPARTITION DES CAPITAUX

CHAPITRE PREMIER

POLITIQUE FISCALE

Depuis que les valeurs mobilières ont pris une importance sans cesse croissante dans la composition de la fortune de la France, c'est la matière imposable que l'on a le plus souvent proposée aux surtaxations nécessitées par l'augmentation constante des dépenses publiques.

Mais les lois fiscales ne doivent pas avoir pour but unique de satisfaire aux exigences budgétaires, leurs dispositions influent de façon considérable sur l'économie générale du pays. Le législateur doit toujours se placer au double point de vue bursal et économique quand il cherche quel système d'impôt convient le mieux et sera le plus aisément supporté.

Pour la question qui nous occupe, la politique fiscale doit être considérée comme un des plus puissants moyens d'action dont l'Etat peut disposer, pour garantir et augmenter le recrutement des capitaux nécessaires à son com-

merce et à son industrie, ou au contraire pour favoriser l'extension des placements à l'étranger des capitaux d'épargne du pays.

L'affluence des valeurs mobilières étrangères sur nos marchés, puis dans les portefeuilles de nos rentiers, sera donc plus ou moins grande selon que la situation faite à ces titres par la législation fiscale en vigueur sera plus ou moins favorable que celle faite à ces mêmes valeurs en d'autres pays, que celle aussi qui sera appliquée aux valeurs nationales en France.

Ce régime fiscal des valeurs mobilières étrangères agit en même temps sur les émetteurs et introducteurs étrangers et sur les acheteurs français. Si les charges sont lourdes, les premiers introduiront ou émettront leurs titres en moins grande quantité sur nos marchés, les autres trouveront un avantage à investir leurs épargnes en valeurs nationales. Mais si ces impôts sont par trop exagérés, le but ne sera plus atteint : les grandes compagnies, les puissantes sociétés étrangères, les Etats qui émettent des valeurs de premier ordre, qui ont toujours un marché sur les grandes places européennes, désertent la nôtre, et ne lui resteront que les valeurs de deuxième, troisième ou dernière catégorie émises par des Etats ou des collectivités ayant besoin de crédit et de capitaux, ne pouvant aller sur d'autres marchés chercher acheteurs et qui, pour pouvoir écouler leur dangereuse marchandise, feront le sacrifice de payer les taxes les plus fortes ou les plus arbitraires.

Si l'instrument est puissant, efficace, il est donc d'une manœuvre très délicate. Ce qu'un Etat comme la France doit rechercher, avons-nous dit, c'est de restreindre l'expatriation des capitaux en gênant l'apparition sur nos bourses et marchés des valeurs douteuses, tout en lais-

sant nos cotes largement ouvertes aux valeurs de premier ordre. La politique fiscale la plus habile ne peut à elle seule réaliser ce double but, mais tout au moins, ne faut-il pas qu'elle paralyse les autres moyens d'action que peut employer l'Etat.

Avant d'examiner quelles sont les charges fiscales spéciales que doivent supporter les valeurs mobilières étrangères, nous allons voir quel est le régime auquel les valeurs françaises sont soumises.

Les titres des sociétés françaises, des départements, des communes et des établissements publics français, transmis à titre gratuit, sont assujettis aux droits de donation et de succession qui frappent indistinctement les biens de toute nature lors de ces transmissions. C'est au contraire sous des modalités particulières qu'ils se trouvent soumis à l'impôt du timbre, aux droits de mutation à titre onéreux, à l'impôt sur le revenu.

Un impôt de superposition, le droit sur les opérations de bourse, vient s'ajouter au droit de transmission qui affecte la mutation elle-même. Les titres de rente française qui sont exempts de toutes autres taxations sont soumis à ce dernier impôt.

Ce sont donc quatre taxations spéciales que doivent supporter les valeurs mobilières françaises.

1^o Impôt du timbre.

A. *Actions*. — « Chaque titre ou certificat d'action dans une société, compagnie ou entreprise quelconque, financière, commerciale, industrielle ou civile.... sera assujéti au timbre proportionnel de 50 centimes pour 100 francs du capital nominal pour les sociétés, compagnies ou en-

treprises dont la durée n'excédera pas 10 ans, et à 1 pour 100 pour celles dont la durée dépassera 10 années... (1). »

L'article 2 de la loi du 23 août 1871 a porté ces quotités, respectivement à 60 centimes 0/0 et 1 fr. 20 0/0 par suite de l'addition de deux décimes au principal de l'impôt.

« .. A défaut de capital nominal, le droit se calculera sur le capital réel, dont la valeur sera déterminée d'après les règles établies par les lois sur l'enregistrement... (1). »

C'est-à-dire d'après une déclaration estimative des parties, ainsi que le prévoit l'article 16 de la loi du 22 frimaire an VII.

« ... L'avance en sera faite par la compagnie quels que soient les statuts. La perception de ce droit proportionnel suivra les sommes et valeurs de 20 francs en 20 francs inclusivement et sans fractions (1). »

Ce timbrage au comptant est rarement réclamé par les sociétés qui préfèrent profiter des dispositions de l'article 22 de la même loi :

«... pourront s'affranchir des obligations imposées par les articles 14 et 20 (2), en contractant avec l'Etat un abonnement pour toute la durée de la société.

« Le droit sera annuel, de 5 centimes par 100 francs du capital nominal de chaque action émise, à défaut de capital nominal il sera de 5 centimes par 100 francs du capital réel (3). »

La valeur dudit capital réel doit être calculée ainsi qu'il est indiqué dans l'article 14. Par suite de l'addition des décimes ce droit est de 6 centimes 0/0.

(1) Article 14 de la loi du 5 juin 1850.

(2) Relatif aux délais dans lesquels le timbrage devra être fait.

(3) Art. 22, loi 5 juin 1850.

L'article 24 dispense du droit d'abonnement les sociétés qui, postérieurement à leur abonnement, n'ont dans les deux dernières années payé ni dividendes ni intérêt, il en est de même pour celles qui se sont mises ou ont été mises en liquidation.

B. *Obligations.* — L'article 27 de la loi du 5 juin 1850 assujettit les titres d'obligations au timbre proportionnel de 1 0/0 du montant du titre, la loi de 1871 a porté cette quotité à 1 fr. 20 0/0.

Comme pour les actions l'avance doit en être faite par les établissements émetteurs et la perception est établie de même façon. Un abonnement peut remplacer le paiement des droits au comptant.

Fixé à 5 centimes 0/0 du montant de chaque titre par l'article 31 de la loi de 1850 il est aujourd'hui de 6 centimes 0/0 avec les décimes de 1871. La mise en liquidation ou en faillite d'une société n'éteint pas les obligations qu'elle a émises ; elle laisse donc subsister le droit du timbre d'abonnement exigible pendant toute la durée des obligations.

C. *Lettres de gage du Crédit foncier.* — Par dérogation aux prescriptions générales de la loi du 5 juin 1850, les lettres de gage ou obligations du Crédit foncier n'acquittent que le tarif applicable aux effets de commerce, soit 50 centimes 0/00, en vertu de la loi organique de cet établissement en date du 8 juillet 1852.

Ce droit peut être perçu par abonnement annuel ; il est assis conformément à la loi de 1850 sur le total des obligations et calculé conformément à la loi du 30 mai 1872 à raison de 5 centimes 0/00 sur les lettres de gage émises depuis le 24 du même mois, et à raison de 2 centimes 0/00 sur celles émises antérieurement à cette date.

2^o Droit de transmission.

« Indépendamment des droits établis par le titre II de la loi du 5 juin 1850, toute cession de titres ou promesses d'actions et d'obligations dans une société, compagnie ou entreprise... est assujettie à un droit de transmission de 20 centimes 0/0 de la valeur négociée.

Ce droit pour les titres au porteur et pour ceux dont la transmission peut s'opérer sans un transfert sur les registres de la société, est converti en une taxe annuelle et obligatoire de 12 centimes 0/0 du capital des dites actions et obligations, évalué par leur cours moyen pendant l'année précédente, et à défaut de cours dans cette année, conformément aux règles établies par les lois sur l'enregistrement (1). »

Ce droit de transmission a été porté pour les titres nominatifs à 50 centimes 0/0 par la loi du 16 septembre 1871 (2) avec addition de décimes, puis réglé en dernier lieu par la loi du 29 juin 1872 (3) à 50 centimes 0/0 sans décimes.

Le droit est perçu par les sociétés, au moment du transfert, pour le compte du Trésor.

Pour les titres au porteur le droit a été porté à 15 centimes 0/0 par la loi de 1857, en 1872 (4) à 25 centimes 0/0 avec addition des décimes. L'article 3 de la loi du 29 juin 1872 l'a, en dernier lieu, porté à 20 centimes 0/0 (sans décimes).

(1) Loi du 23 juin 1857 portant fixation du budget général des dépenses et des recettes de l'exercice 1858.

(2) Article 11.

(3) Article 11.

(4) Loi du 30 mars 1872.

3^e Taxe sur le revenu.

Etablie par la loi du 29 juin 1872, atteint aux termes de cette loi les intérêts, dividendes, revenus et tous autres produits des actions de toute nature des sociétés, compagnies ou entreprises quelconques, financières, industrielles, commerciales ou civiles, quelle que soit l'époque de leur création ; les arrérages et intérêts annuels des emprunts et obligations des départements, communes et établissements publics, ainsi que des compagnies ou entreprises quelconques ; les intérêts, produits et bénéfices annuels des parts d'intérêt et commandites dans les sociétés, compagnies et entreprises dont le capital n'est pas divisé en actions.

L'application de la taxe a été ensuite étendue aux lots et primes payés aux porteurs d'obligations ou autres titres d'emprunt (1).

Puis aux congrégations religieuses et aux associations dont l'objet n'est pas de distribuer des revenus (2).

La valeur passible de la taxe est déterminée :

Pour les actions, par le dividende fixé ;

Pour les obligations ou emprunts, par l'intérêt ou le revenu distribué dans l'année ;

Pour les lots, par leur montant ;

Pour les primes, par la différence entre la somme remboursée et le taux d'émission.

La taxe sur le revenu de 3 0/0 en 1872 a été portée par la loi du 26 décembre 1890 à 4 0/0.

La loi de finances du 25 février 1901, article 20, a porté

(1) Loi du 21 juin 1875.

(2) Lois du 28 décembre 1880 et du 29 décembre 1884.

à 8 0/0 la taxe sur les lots sans innover en ce qui concerne les droits applicables aux primes de remboursement.

Suivant le système adopté en matière de timbre et de droit de transmission la taxe est avancée par les sociétés, compagnies, entreprises, départements, etc.

4° Impôt sur les opérations de Bourse.

La loi de finances du 28 avril 1893 a établi un impôt sur les opérations de Bourse qui, aux termes de l'article 28 est de « 5 centimes par 1.000 francs ou fraction de 1.000 francs du montant de l'opération, calculés d'après le taux de la négociation. Ce droit n'est pas soumis aux décimes. Il est réduit de moitié pour les opérations de report ».

Ce droit atteint aussi bien les opérations de Bourse portant sur des rentes françaises que sur toutes autres valeurs.

Il a été réduit par la loi de finances du 28 décembre 1895, pour les négociations de rentes françaises, des trois quarts ; la taxe pour ces opérations est donc de 0 fr. 01 1/4 pour 1.000 francs sur les affaires ordinaires et de 0 fr. 00 6 1/4 0/00 sur les reports.

Les coupons ne supportent aucun droit particulier.

On a reproché, et à juste titre, à ce système de manquer d'équité et d'harmonie. Ces nombreuses dispositions éparpillées dans des lois diverses n'ont, en effet, pas établi une taxation pouvant atteindre proportionnellement les différentes valeurs visées ; les valeurs françaises sont très inégalement frappées et dans une proportion pouvant varier de 8 à 15 0/0 (1).

(1) Exposé des motifs du projet de loi du 7 février 1907. — Pour les

Ce reproche de manque d'harmonie et d'équité fait à notre régime fiscal des valeurs françaises, peut à plus forte raison être adressé au système d'impôts appliqué aux valeurs étrangères.

Les différentes prescriptions légales qui constituent le droit fiscal régissant les valeurs et fonds étrangers, les ont divisés en différentes catégories qui subissent chacune une taxation différente.

Les rentes et effets publics des gouvernements étrangers qui longtemps — comme les rentes françaises — jouirent d'une complète immunité, sont encore dans une situation très privilégiée.

Les titres émis par les sociétés, compagnies, entreprises, corporations, villes, provinces et établissements publics étrangers, plus lourdement taxés, sont soumis à des régimes différents selon que ces collectivités ont ou n'ont pas demandé l'abonnement.

La première loi qui fit supporter un impôt aux valeurs étrangères a formulé le principe qui depuis n'a cessé de dominer le régime fait à ces titres par les lois fiscales ; le législateur dans ses prescriptions successives s'est préoccupé d'assurer la plus stricte application possible du principe d'équivalence entre les droits auxquels sont soumises les valeurs françaises et ceux appliqués aux valeurs émises par les collectivités étrangères. L'article 9 de la loi de finances du 23 juin 1857 a établi ce principe en ces termes : « Les actions et obligations émises par les sociétés, compagnies ou entreprises étrangères sont soumises en France à des droits équivalents à ceux qui sont établis par la présente

obligations 2 0/0 Ville de Paris 1898, au porteur, ces différentes taxes représentent 12,80 0/0 du revenu.

loi et par celle du 5 juin 1850, elles ne pourront être cotées et négociées en France qu'en se soumettant à l'acquittement de ces droits. » L'article 4 de la loi du 29 juin 1872 énonce ce principe fondamental dans les mêmes termes.

Il ne faut pas, a-t-on dit, que les titres étrangers, qui viennent profiter des avantages de notre marché, demeurent indemnes des charges fiscales qui pèsent sur les valeurs françaises. Les capitalistes et rentiers qui placent leurs capitaux à l'étranger doivent être soumis aux mêmes impôts que ceux qui placent les leurs en France. En second lieu, l'intérêt national s'oppose également à cette exemption ; en effet, si l'on dispense les valeurs mobilières étrangères des charges supportées par celles émises par les sociétés françaises, le revenu net des premières sera augmenté d'autant, il en résultera une inégalité choquante, et une préférence marquée pour ces titres se manifestera chez les rentiers.

Cela semble être d'une indiscutable justesse, mais nous avons dit que trop taxer les valeurs étrangères avait un résultat plus fâcheux encore que de les taxer trop peu, car cela fait disparaître de nos marchés les bonnes et sérieuses valeurs tandis qu'il ne reste que les valeurs de dernière catégorie dont les émetteurs paieront des taxes même exagérées pour pouvoir les écouler.

D'autre part, l'on peut se demander s'il est équitable de soumettre à la taxe les titres étrangers circulant dans le pays, quand ces valeurs sont déjà frappées d'un impôt équivalent au nôtre dans le pays d'où elles sont originaires. Si les charges fiscales de deux pays viennent peser sur une même valeur, le bénéfice du porteur du titre sera par trop réduit ; surtout si l'on compte que le plus souvent les valeurs étrangères, comme les titres français, ont déjà

payé, sous les formes les plus variées, de nombreux impôts établis dans le pays, tels que contribution foncière, patente, etc...

Nous allons successivement examiner les charges supportées par les valeurs étrangères autres que les fonds d'Etat dont les collectivités émettrices ont demandé l'abonnement, puis la situation faite aux valeurs des collectivités qui ne se trouvent pas dans ce cas. Nous verrons ensuite quel impôt supportent les fonds d'Etat étrangers.

Les titres français sont nécessairement soumis aux quatre impôts que nous avons vus, par le fait seul de leur existence, mais si la loi a posé en principe que les valeurs étrangères doivent acquitter des taxes équivalentes, ce ne peut être qu'autant que leur existence se manifeste dans notre pays.

D'autre part les sociétés étrangères ne peuvent le plus généralement être atteintes qu'indirectement et le Trésor français doit se contenter de rattacher le paiement de l'impôt à des faits qu'il peut saisir.

L'examen des différentes lois qui se sont succédé montre les efforts faits par le législateur pour soumettre à l'action de l'Etat et à son contrôle toutes les manifestations extérieures de la circulation en France des valeurs étrangères.

Jusqu'en 1857 les actions et obligations étrangères n'étaient soumises qu'aux dispositions générales de la loi fiscale : la loi de 1850 ne s'appliquant qu'aux valeurs mobilières françaises ; mais l'article 9 de la loi du 23 juin 1857 a fait cesser cette immunité, laissant à un règlement d'administration publique le soin de fixer le mode d'établissement et de perception des taxes.

En principe les valeurs étrangères sont soumises aux

mêmes droits, mais en fait cette assimilation est impossible. La difficulté de délimiter exactement les caractères qui rendent la taxe exigible, les causes génératrices de taxe, empêcha pendant longtemps l'application parfaite du principe d'équivalence.

Le décret du 17 juillet 1857 ne visa que l'admission à la cote alors que la loi avait formellement spécifié que devaient être taxés les titres « cotés et *negociés* ». Nombre de valeurs étrangères ont pu, grâce à cette interprétation restrictive de la loi, continuer à circuler en France en échappant aux taxes annuelles de timbre et de transmission.

Le législateur n'a atteint les négociations non officielles des titres étrangers qu'en 1872.

L'alinéa 1 de l'article 2 de la loi du 30 mars 1872 est ainsi conçu : « Nul ne peut négocier, exposer en vente ou énoncer dans des actes de prêt, de dépôt, de nantissement ou dans tout acte ou écrit, à l'exception des inventaires, des titres qui n'auraient pas été admis à la cote ou qui n'auraient pas été dûment timbrés au droit de un pour cent du capital nominal. »

Ce n'était que le début d'une application plus rigoureuse du principe d'égalité répartition des charges publiques sur les valeurs étrangères comme sur les valeurs françaises.

L'article 4 de la loi du 29 juin 1872 compléta l'assimilation, prévoyant les faits extérieurs par lesquels se manifeste le plus habituellement la circulation des valeurs :

« Les actions, obligations, titres d'emprunts, quelle que soit d'ailleurs leur dénomination, des sociétés, compagnies, entreprises, corporations, villes, provinces étrangères, ainsi que tout autre établissement public étranger, sont soumis à une taxe équivalente à celle qui est établie par la présente loi sur le revenu des valeurs françaises.

« Les titres étrangers ne pourront être cotés, négociés, exposés en vente ou émis en France qu'en se soumettant à l'acquittement de cette taxe, ainsi que des droits de timbre et de transmission... »

Mais le décret portant règlement d'administration publique du 6 décembre 1872 n'établit pas de sanction efficace ; en dehors des cas d'admission à la cote et d'émission proprement dite, les sociétés dont les titres étaient négociés ou vendus en France, laissant à leurs porteurs le soin d'acquitter le droit de timbre établi par la loi du 30 mars 1872, se soustrayaient au paiement de la triple taxe annuelle supportée par les sociétés françaises.

L'application du principe d'équivalence n'était pas aisée en pratique :

« De nombreuses considérations doivent entrer en ligne de compte, au nombre desquelles la nécessité de sauvegarder les intérêts supérieurs qui procèdent du maintien, dans notre pays, d'un large marché international, — ainsi que l'exposait M. Félix Faure dans la séance de la Chambre du 24 février 1893 lors de la discussion de la loi sur les opérations de Bourse, — et aussi la liberté du commerce et celle de la presse.

« Après une étude approfondie de la situation, la commission extra-parlementaire de l'impôt sur les revenus n'a pu trouver elle-même le moyen d'obliger au paiement des taxes annuelles les sociétés étrangères dont les titres sont depuis longtemps l'objet de négociations actives en France, non plus que celles dont les titres sont introduits sur le marché d'une façon en quelque sorte ininterrompue par des intermédiaires agissant ou non pour leur propre compte (1). »

(1) Jobit, *Congrès 1900*, Rapport n° 36.

En 1895 l'article 3 de la loi de finances du 28 décembre éleva à 2 0/0 (sans décimes) le droit de timbre au comptant établi par la loi du 30 mars 1872 pour les titres des sociétés étrangères non abonnées.

En 1897 la Cour de cassation décida par un arrêt du 12 avril que la loi du 29 juin 1872 n'est applicable qu'aux titres des sociétés étrangères admis aux négociations officielles, ou circulant sur le marché français, par suite d'un fait personnel à ces sociétés. Sont en particulier déclarés inopérants au point de vue de ladite loi les faits d'émission et d'admission à la cote officielle antérieure à la publication de la loi.

Intervint alors la loi de finances du 13 avril 1898 qui établit le système actuellement en vigueur.

L'article 12 prohibe l'émission, la mise en souscription, l'exposition en vente ou l'introduction sur le marché des titres étrangers désignés dans l'article 4 de la loi du 29 mai 1872 ; défend d'annoncer ou de publier ces opérations, de faire le service financier de ces titres soit en opérant leur remboursement ou leur transfert, soit en faisant le paiement des coupons :

« Tant qu'un *représentant responsable* des droits de timbre de transmission et de l'impôt sur le revenu, dont ces titres sont responsables n'aura pas été agréé. »

La simple négociation, en tant qu'elle se distingue évidemment de l'introduction (et qui était inscrite dans la loi du 29 juin 1872), n'est pas indiquée comme un fait générateur de taxes d'abonnement et ne rend donc le titre qui en est l'objet passible que du droit de timbre au comptant.

Le représentant responsable agréé par le ministre des finances ou sur sa délégation par le directeur général de l'enregistrement est une caution qui garantit sur ses

biens personnels le paiement des droits dus au Trésor. C'est contre lui que sont engagées les poursuites au cas échéant. Il doit être non seulement français, mais aussi d'une solvabilité notoire.

Une société française présentant les garanties nécessaires peut tenir lieu de représentant responsable de la collectivité étrangère.

« Sauf la restriction admise relativement à la durée (1), l'engagement du représentant responsable doit être pur et simple et sans réserve ; il ne saurait, en particulier, être subordonné à cette condition que le nombre des titres assujettis aux impôts français ne sera pas supérieur à un nombre déterminé. Cette obligation, contraire aux usages du commerce, de contracter un engagement dont l'importance est inconnue a été souvent critiquée, mais il n'a pas paru possible de modifier l'ordre établi. On a pensé qu'en attendant que le placement des titres fût effectué, on pourrait bien déterminer l'importance de la garantie du représentant responsable, mais que la société étrangère serait parfois sans doute moins disposée à en désigner un, alors que son opération d'émission ou d'introduction en France serait terminée (2). »

Les sociétés et autres collectivités étrangères peuvent, en vertu du règlement d'administration publique du 22 juin 1898, s'affranchir de cette obligation de désigner un représentant responsable en déposant à la Caisse des dépôts et consignations un cautionnement en espèces dont le montant est déterminé par le ministre des finances ou par le directeur général de l'enregistrement (3).

(1) Les représentants responsables peuvent faire cesser les effets de leur engagement à l'expiration de chaque période triennale.

(2) Jobit, *op. cit.*

(3) Ce cautionnement ne peut être inférieur à la somme représentant

Les sociétés étrangères acquittent les droits d'abonnement sur une fraction de leurs titres correspondant à l'importance présumée de la circulation en France. Le nombre des titres des sociétés abonnées, passibles de la taxe, est actuellement déterminé par les règles fixées par le décret du 24 mai 1872 complété par l'article 3 du décret du 6 décembre suivant.

Le service local de l'enregistrement procède à une enquête dont les conclusions sont soumises par l'administration centrale à la commission des valeurs mobilières (1).

Cette commission transmet son avis à l'approbation ministérielle.

La quotité imposable est donc fixée par décision du ministre des finances.

Le décret du 24 mai 1872, alors même que le nombre des titres en circulation serait manifestement inférieur, fixe un minimum de $\frac{1}{10}$ pour les actions et $\frac{2}{10}$ pour les obligations, comme quotité imposable.

Quotité irrévocablement fixée pour trois ans.

Le droit de timbre est toujours perçu par abonnement (2).

Quant à l'impôt de transmission, tous les titres sont traités comme s'ils étaient au porteur (3).

approximativement le total des taxes annuelles exigibles pour 3 ans calculées à raison des $\frac{5}{10}$ des titres pour lesquelles l'abonnement aura été demandé ; il pourra toutefois être réduit, s'il y a lieu, après la fixation par le ministre des finances du nombre des titres passibles des taxes.

(1) Composent cette commission : le président de la section des finances au Conseil d'Etat, le directeur général de l'enregistrement, le directeur du mouvement général des fonds, le syndic des agents de change, un régent de la Banque de France.

(2-3) Décret du 17 juillet 1857, articles 10 et 11.

En résumé les titres des collectivités étrangères supportent donc les taxations suivantes :

Timbre : 0.06 0/0 du capital nominal des actions et du montant du titre pour les obligations.

Droit de transmission : 0.20 0/0 calculé sur le cours moyen de l'année précédente, déduction faite des versements à effectuer sur les titres, à défaut de cours précédent, d'après une évaluation (1).

Impôt sur le revenu : 4 0/0 et pour les lots 8 0/0 (2).

Impôt sur les opérations de Bourse : 0 05 0/00 pour les opérations ordinaires et 0.02 1/2 0/00 pour les reports.

Enfin, aux termes de l'article 3 *in fine* du décret formant règlement d'administration publique en date du 6 décembre 1872 : « Les sociétés, compagnies et entreprises étrangères dont les titres ne sont pas cotés, mais qui ont pour objet des biens meubles ou immeubles situés en France, doivent la taxe sur le revenu à raison des valeurs françaises qui en dépendent et acquittent cette taxe d'après une quotité du capital social fixée par le ministre des finances sur l'avis préalable de la commission instituée par le décret du 24 mai 1872. Elles doivent à cet effet faire agréer par le ministre des finances, avant le 1^{er} décembre 1872 si elles existent actuellement, et, dans le cas contraire avant toute opération en France, un représentant français personnellement responsable des droits et amendes, »

Ou, aux termes du règlement d'administration du 22 juin 1898, constituer un cautionnement en garantie des dits droits ou amendes.

Ainsi que nous l'avons vu les collectivités qui n'ont pas

(1) Lois, 23 juin 1857, articles 6 et 9 ; 30 mars 1872, article 1^{er} ; 29 juin 1872, article 3.

(2) Loi de finances, 25 février 1901, article 20.

l'abonnement ne peuvent faire d'émission en France, y payer des coupons, rembourser des capitaux, opérer des transferts ou conversions, enfin ces valeurs ne peuvent être négociées que revêtues d'un timbre au comptant de 2 0/0.

On a donc tout mis en œuvre pour écarter les collectivités non abonnées afin d'établir l'équivalence entre les valeurs françaises et les valeurs étrangères.

Le vice grave du système est l'incertitude, l'insécurité à laquelle il expose les sociétés étrangères qui ne savent pas quelle somme elles auront à payer, ne peuvent mesurer d'avance l'étendue du sacrifice à faire en prenant à leur charge les taxes à acquitter sur la partie des titres placés en France.

Elles ne le peuvent puisqu'ignorent dans quelles proportions les titres émis seront achetés et que l'engagement pris vis-à-vis du fisc doit être pris avant qu'il soit procédé à l'émission ou à l'introduction en France.

Cette incertitude ne cessera pas du jour où l'abonnement aura été consenti et les titres placés, la quotité imposable étant révisée et fixée tous les trois ans, sans appel, par la commission des valeurs mobilières.

Cette législation est particulièrement regrettable pour l'application qui en est faite aux villes et provinces étrangères. C'est la loi du 30 mars 1872 (1) qui a assimilé les villes et provinces étrangères grandes ou petites à de simples sociétés par actions.

L'ensemble des charges annuelles que nous avons énumérées représente environ 10 0/0 du rendement des titres taxés, or en Angleterre et en Allemagne les emprunts des

(1) Article 1^{er}, alinéa 4.

villes et provinces étrangères sont assujettis pour toute redevance à un droit de timbre *une fois payé*, lequel est respectivement de 0.50 et 0.60 0/0 (1).

Il s'en suit que pour ces valeurs notre législation fiscale est pour ainsi dire *prohibitive*. « Une ville ou une province étrangère qui aurait la facilité d'emprunter en Angleterre ou en Allemagne au taux effectif de 4 0/0, par exemple, verrait le même emprunt, conclu à conditions égales, ressortir pour elle 10 0/0 plus cher, soit à 4.40 0/0 environ si les titres en avaient été placés en France. »

Aussi les bonnes valeurs font grève : ayant un grand marché de capitaux nous n'avons pas en contrepartie un grand marché de titres.

Il s'en suit une improductivité partielle de nos capitaux, les dépôts à vue et comptes courants de 1892 à 1904 se sont élevés de 1.267.949.000 francs à 3.080.038.000 francs (2).

Une autre conséquence est que les rentiers français placent surtout leurs épargnes en fonds d'Etat étrangers qui, comme nous le verrons plus loin, ont une situation fiscale très privilégiée.

La troisième conséquence est que les rentiers qui veulent que leurs capitaux ne restent pas stériles sont attirés vers les marchés étrangers largement ouverts à toutes valeurs.

L'administration elle-même constate que le législateur de 1898, qui espérait élargir et régulariser les recettes du Trésor en même temps que supprimer la fuite de la matière imposable, a complètement échoué. Une note provisoire pour préparer la réforme de l'article 42 de la loi

(1) Moret, *Congrès 1900*, Rapport n° 162.

(2) Caillaux, *Revue politique et parlementaire*, 10 novembre 1905.

du 13 avril 1898 (1) reconnaît que, d'une part, les grandes Compagnies étrangères et les sociétés sérieuses et éprouvées se sont abstenues, n'y ayant aucun intérêt propre, de venir payer les impôts en France ; d'autre part, les porteurs français sont devenus, par suite de cette abstention, tributaires des marchés étrangers.

« Par le fait de cette loi, l'habitude se développe de rechercher les affaires à l'étranger même ; de là, cet engouement de plus en plus marqué pour les marchés étrangers et pour le placement des fortunes dans ou par les maisons étrangères. Par contre ce sont les sociétés d'importance secondaire, ou présentant des garanties discutées qui consentent à la formalité. Et encore n'est-ce parfois que provisoire et dans la pensée de ne pas renouveler l'abonnement après l'écoulement des titres.

« L'échec de la loi est complet, puisque au lieu d'avoir la *productivité de l'impôt proportionnée au progrès de la richesse*, nous avons improductivité de l'impôt malgré la richesse croissante de la France, et exode de cette richesse au profit des places concurrentes. Dommageables pour le Trésor, les conséquences de notre système fiscal ne le sont pas moins pour les particuliers dont les capitaux ainsi exportés peuvent courir les risques les plus grands. »

Une taxation trop lourde pesant sur les valeurs étrangères ne fait donc que précipiter les placements étrangers, ce qui est malheureusement le cas pour notre pays, car « dans aucun pays les valeurs mobilières ne sont aussi taxées qu'en France » (2). Assertion dont nous montrons la véracité en donnant à la fin de cette étude un tableau des charges

(1) Mars 1905. — *Abonnement des titres étrangers. Note sommaire et provisoire pour préparer la réforme de l'article 12 de la loi du 13 avril 1898.*

(2) Neymark, *Le Rentier*, 7 avril 1905.

fiscales supportées par les valeurs mobilières dans les principaux pays européens.

Ni la loi du 23 juillet 1857 qui a assujetti aux taxes annuelles de timbre et de transmission les actions et obligations des sociétés et entreprises étrangères, ni l'article 1^{er} de la loi du 30 mars 1872 qui a étendu la perception de ces taxes aux titres qu'émettent « les villes, provinces, corporations et établissements publics étrangers », ni la loi du 20 juin 1872 dont l'article 4 a soumis à la taxe sur le revenu les actions, obligations et titres d'emprunts de ces collectivités, n'ont compris dans leurs dispositions les titres de rentes, emprunts et autres effets publics des gouvernements étrangers. La loi de finances du 13 mai 1863 par son article 6 a mis fin à l'immunité complète que jusqu'à ces titres partageaient avec ceux de la rente française.

« A dater du 1^{er} juillet 1863, sont soumis à un droit de timbre de cinquante centimes par cent francs ou fraction de cent francs du montant de leur valeur nominale les titres de rentes, emprunts et autres effets publics des gouvernements étrangers quelle qu'ait été l'époque de leur création ».

L'article 7 de la loi de finances du 8 juin 1864 a élevé ce droit de timbre à 1 0/0.

Avec ce système la taxe ne pouvait atteindre les fonds d'Etat étrangers qu'au moment de la négociation ; l'article 2, déjà cité, de la loi du 30 mars 1872 est venu assurer de façon plus efficace la perception.

La loi du 23 mai de la même année a réduit ce droit de timbre, en même temps qu'elle assurait plus strictement son paiement :

« ART. 1^{er}. — Le droit de timbre établi par les lois des 13 mai 1863 et 8 juin 1864 sur les titres de rentes, em-

prunts et tous autres effets publics des gouvernements étrangers est fixée à l'avenir ainsi qu'il suit, savoir :

A 0 fr. 75 pour chaque titre de 500 francs et au-dessous ;
à 1 fr. 50 pour chaque titre de 500 francs jusqu'à 1.000 francs ;

à 3 francs pour chaque titre au-dessus de 1.000 francs jusqu'à 2.000 francs, et ainsi de suite à raison de 1 fr. 50 par 1.000 francs ou fraction de 1.000 francs.

Ce droit n'est pas soumis aux décimes.

Il est perçu sur la valeur nominale du titre. »

L'article 2 dispose qu'aucune émission de ces valeurs ne peut être annoncée, publiée ou effectuée en France sans qu'il ait été fait dix jours à l'avance une déclaration au bureau de l'enregistrement ; les titres ne pourront être remis aux souscripteurs s'ils n'ont été revêtu préalablement du timbre.

L'article 3 de la loi de finances du 28 décembre 1895, complété par le règlement d'administration publique du 2 janvier 1896, a substitué au tarif de la loi de 1872 un droit de 0 fr. 50 0/0.

Enfin l'article 13 de la loi de finances du 13 avril 1898 modifie encore la taxation des fonds publics étrangers :

« A partir du 1^{er} janvier 1899 le droit de timbre au comptant des titres étrangers désignés dans l'article 6 de la loi du 13 mai 1863 est fixé à 1 0/0, sauf en ce qui concerne les titres déjà timbrés à cette date au tarif de 0 fr. 50 0/0.

Ce droit n'est pas soumis aux décimes. Il sera perçu sur la valeur nominale de chaque titre ou coupure considéré isolément, et, dans tous les cas sur un minimum de 100 fr.

Pour les titres déjà timbrés au 1^{er} janvier 1899 au tarif antérieur à la loi du 28 décembre 1895, le droit de 1 0/0

ne sera appliqué qu'imputation faite du montant de l'impôt déjà payé.

Resteront soumis au droit de 0 fr. 50 0/0 les fonds étrangers cotés à la Bourse officielle, dont le cours, au moment où le droit devient exigible, sera tombé au-dessous de la moitié du pair, par suite d'une diminution de l'intérêt imposée par l'Etat débiteur. »

La commission du budget a proposé en décembre 1906 une augmentation du droit de timbre sur les fonds d'Etat étrangers pour rétablir un peu plus d'égalité entre la situation faite aux autres valeurs étrangères et celles-ci.

L'article 23 du projet de loi de finances est ainsi conçu :

« A partir du 1^{er} avril 1907 le droit de timbre au comptant sur les titres étrangers désignés dans l'article 6 de la loi du 13 mai 1863 est fixé à 2 0/0, sauf en ce qui concerne les titres déjà timbrés soit au tarif de 0 fr. 50 0/0 avant le 1^{er} janvier 1899, soit au tarif de 1 0/0 avant le 1^{er} avril 1907.

Ce droit n'est pas soumis aux décimes, sera perçu sur la valeur nominale de chaque titre et coupure considéré isolément et dans tous les cas sur un minimum de 100 fr. »

Des mesures analogues à celles contenues dans la loi de 1898 sont prises, dans les alinéas suivants, à l'égard des titres déjà timbrés au tarif antérieur à la loi de 1898 et pour ceux qui seraient tombés au-dessous de la moitié du pair (droit de 1 0/0 est alors appliqué) (1).

Leur privilège ainsi attaqué n'en demeurerait pas moins

(1) Ces dispositions du projet ont passé dans la loi de finances du 30 janvier 1907, article 8 ; le Sénat n'avait tout d'abord accepté qu'un droit de 1 fr. 50 0/0.

certain, mais le législateur continue de manifester son désir d'assurer le plus parfaitement le principe d'équivalence entre les valeurs françaises et les valeurs étrangères, et dans le projet de loi du 9 février 1907 portant suppression des contributions directes et établissement d'un impôt général sur les revenus, pour employer les propres termes de l'exposé des motifs, on s'est efforcé « de maintenir un équilibre rigoureux entre les valeurs françaises et les valeurs étrangères de quelque nature qu'elles soient ».

Le régime organisé par le projet déposé par M. Caillaux est le même, qu'il s'agisse de titres émis par des sociétés et collectivités quelconques ou de titres émis par les gouvernements étrangers.

Le deuxième alinéa de l'article 22 de ce projet, abroge toutes les dispositions de lois antérieures relatives aux valeurs mobilières étrangères. Il s'ensuit que le régime de l'abonnement est supprimé, ce qui a permis l'assimilation des fonds d'Etat aux autres valeurs étrangères.

Mais le projet de M. Caillaux n'a pas non plus respecté le privilège séculaire des fonds publics français, qui leur avait valu des cours soutenus et la faveur d'une très nombreuse clientèle.

L'exposé des motifs ne dissimule pas le danger qu'il y a de taxer — même indirectement — nos rentes :

« Il ne reste plus qu'une question dont nous ne voulons dissimuler la gravité, ni la complexité, qui a été la pierre d'achoppement de maint projet antérieur : celle de l'imposition des revenus tirés des fonds d'Etat français. »

Le danger en effet n'est pas illusoire, car dès que fut connue la disposition du projet qui atteignait la Rente, celle-ci aussitôt tomba à un cours qui n'avait pas été atteint depuis le lendemain de nos désastres de 1871.

Un impôt, qui ne taxe pas directement la rente, qui atteint ses revenus, peut être légitime. La taxer directement équivaldrait à opérer une conversion sans offre de remboursement.

Il se peut que l'Etat ne soit pas lié « par des conventions solennelles qui ont exempté le 3 0/0 de tout impôt. »

L'exemple d'une semblable taxation nous est donné par des pays voisins : la rente est soumise à l'income-tax en Angleterre, à l'Einkommensteuer en Allemagne, à l'impôt sur le revenu en Italie et en Autriche.

Peu importe : l'intérêt bien compris de l'Etat est de ne pas établir des impôts qui font baisser les cours des fonds publics et de reculer ainsi l'échéance des conversions futures, de ne pas inquiéter les porteurs de ces fonds et de ne pas diminuer le nombre des souscripteurs des emprunts éventuels.

Ce projet a jeté le trouble parmi les rentiers français, en même temps qu'il a fait baisser la rente ; qu'il a décidé nombre d'épargnistes à vendre leurs titres de 3 0/0, il les a poussés à chercher des placements étrangers : depuis la publication du projet, l'émigration des capitaux s'accroît de façon de plus en plus marquée.

Les principales dispositions intéressant les valeurs mobilières françaises et étrangères sont les suivantes :

L'article 19 frappe d'un impôt de 4 0/0 les revenus des valeurs mobilières de toute nature. Pour la rente française ce prélèvement n'est pas directement fait sur le coupon, afin de préciser le caractère de l'impôt, un règlement d'administration publique réglera dans quelles conditions la taxe sera acquittée par les porteurs de valeurs de cette nature.

Pour les valeurs françaises : l'article 72 supprime le

droit de timbre proportionnel établi par la loi du 5 juin 1850 sur les actions et obligations nominatives des sociétés, compagnies, etc., ainsi que le droit annuel de transmission des titres au porteur (loi des 23 juin 1857, 16 septembre 1871, 29 juin 1872) il n'est pas dérogé à ces lois en ce qui concerne les titres nominatifs (0,50 0/0 de la valeur négociée). Le droit de timbre supprimé est remplacé (art. 73) par un droit de 2 0/0 sur les revenus, dividendes, intérêts, etc. des actions ; parts de fondateurs, obligations, parts d'intérêt, commandites et emprunts de toute nature des sociétés, compagnies, entreprises françaises, des départements, communes, établissements publics désignés dans l'article 1^{er} de la loi du 29 juin 1872. Ce droit sera perçu également sur les intérêts et arrérages des titres de rentes, emprunts et autres effets publics des colonies françaises.

L'article 74 établit en remplacement du droit de transmission sur les titres au porteur un droit de 5 0/0 sur les revenus et autres produits des valeurs françaises ou coloniales.

Pour les valeurs étrangères : en remplacement du système d'abonnement pour les droits de timbre et de transmission, elles supportent en plus de la taxe de 4 0/0 qui est établie pour toutes les valeurs par l'article 19 : un droit de timbre au comptant de 2 0/0 et une taxe annuelle supplémentaire de 1 0/0 sur les revenus (art. 75).

Les articles 24 et suivants organisent le régime nouveau auquel ces valeurs seront soumises : dûment timbrées elles circuleront librement et c'est la personne quelle qu'elle soit à qui les coupons seront présentés pour encaissement, qui sera chargée de retenir l'impôt et en deviendra comptable au regard du Trésor.

Un contrôle sera exercé sur les opérations des banquiers payeurs de coupons.

Quant aux particuliers qui encaisseraient ou feraient encaisser des coupons à l'étranger ils devront faire la déclaration du montant total des revenus ainsi touchés, sous peine, en cas de fraude, d'une amende de la moitié des revenus soustraits au fisc, augmentée du triple des droits fraudés pour chacune des années pendant lesquelles la fraude s'est exercée, avec maximum de 10 ans, pénalité que M. Leroy-Beaulieu qualifie de « féroce » (1).

Ce même économiste apprécie sévèrement le contrôle administratif établi par ce projet : « Le dispositif d'impôt personnel et progressif sur le revenu, de M. Caillaux, a fait courir un frisson dans l'ensemble de la population française. Quand nous disions que dans une démocratie comme la France, dans un pays à fortunes très morcelées et aux habitudes économes, un impôt personnel et progressif sur le revenu ne pouvait être établi sans une formidable dose d'inquisition, beaucoup de gens restaient sceptiques ou indifférents. Aujourd'hui ils se trouvent en présence du monstre et c'est pour eux une découverte. Que les contribuables doivent être taxés par des délégués que nomme directement le préfet, agent exclusivement politique et électoral (art. 10 et 34) ; que l'on doive en cas de contestation de la cotisation imposée par la Commission, produire des livres de commerce régulièrement tenus (art. 37) ; que toutes les personnes exerçant des professions libérales ou professions assimilées soient tenues de remettre chaque année au contrôleur des contributions directes une déclaration détaillée de ces revenus accompagnée de toutes les justifications nécessaires pour en établir l'exactitude (art. 53) ; que toute personne ayant des

(1) *Economiste français*, 10 mai 1907.

valeurs mobilières étrangères soit astreinte « dans les trois premiers mois de l'année à souscrire au bureau de l'enregistrement la déclaration du montant total de ses dividendes, intérêts, arrérages ou produits encaissés au cours de l'année précédente » (art. 29) ; que les sociétés de crédit, françaises ou étrangères aussi bien pour leurs agences à l'étranger que pour leurs établissements en France, en même temps qu'elles enverront en janvier et juillet à leurs clients le relevé de leur compte semestriel, soient tenues d'en fournir « une copie certifiée conforme » aux préposés de l'enregistrement (art. 81) ; que des obligations analogues soient imposées aux « banquiers (privés), changeurs, escompteurs, agents de change, notaires, huissiers, receveurs de rentes et généralement toutes personnes faisant profession d'acheter et de vendre des coupons » (art. 25, 28, 32) ; que l'administration se réserve le droit de violer le secret des lettres, ce qui résulte manifestement de l'article 30 où il est dit que « les contraventions pourront être constatées en toute circonstance au moyen de procès-verbaux dressés par les agents de l'enregistrement, les officiers de police judiciaire, les agents de la force publique, ceux des contributions directes, des contributions indirectes, des douanes et *des postes* » ; voilà le beau régime d'investigation, de suspicion, d'espionnage et de sujétion auquel sera soumis le contribuable français » (1).

Mais il est impossible d'établir un système d'impôt sur le ou les revenus sans déclaration et sans contrôle, à moins d'établir des taxations arbitraires, ce qui ne plairait pas davantage aux rentiers. M. Neymarck (2) cite à ce propos une déclaration de M. Méline faite dans un dis-

(1) *Economiste français*, 23 février 1907.

(2) *Le Rentier*, 7 mars 1907.

cours prononcé à Remiremont le 17 avril 1898 : « Une déclaration avec un contrôle administratif ou la taxation arbitraire, on ne peut pas en sortir autrement. »

Il n'en est pas moins vrai que l'introduction de l'inquisition dans nos mœurs fiscales contre laquelle M. Caillaux s'est élevé lui-même avec force dans son exposé des motifs, aura pour résultat l'évasion fiscale que nous avons déjà signalée. Les mesures si rigoureuses prises contre la fraude ne feront que stimuler l'ingéniosité de ceux qui voudront échapper aux lourdes taxes qui frapperont les valeurs mobilières.

Les rentiers se porteront de plus en plus vers les placements étrangers par suite de l'impôt formidable qui pèsera sur les valeurs françaises :

Comme nous l'avons vu, les valeurs nominatives paieront 6 0/0 au lieu de 4 0/0, et les valeurs au porteur acquitteront un droit de 11 0/0. Ce n'est pas tout, après avoir frappé les divers revenus suivant le mode anglais, le projet de loi frappe à nouveau le revenu global suivant le mode allemand, « de sorte qu'il y en a pour tous les goûts, excepté sans doute pour celui du contribuable » (1) ; s'ajoutera un impôt complémentaire de 4 0/0 pour les revenus de plus de 5.000 francs, ce qui portera le poids pour les valeurs au porteur, avec cet impôt complémentaire, à 15 0/0, et un amendement a été déposé pour élever de 4 à 5 0/0 l'impôt dit complémentaire, ce qui porterait alors à 16 0/0 le poids de l'impôt pour les titres au porteur astreints à cette surtaxe.

Si notre régime fiscal actuel n'a guère pour résultat de limiter l'expatriation des capitaux d'épargne, il ne semble pas que le projet de loi déposé par M. Caillaux aurait, mis en pratique, une meilleure influence.

(1) Francis Charmes, *Revue des Deux-Mondes*, 1^{er} mars 1907.

CHAPITRE II

ADMISSION A LA COTE

L'Etat peut agir sur la répartition des capitaux d'épargne de ses nationaux, peut favoriser ou restreindre l'exportation de l'argent français, par la réglementation légale ou administrative de l'introduction et de l'émission des titres étrangers en France, plus particulièrement par les règles plus ou moins restrictives qu'il peut établir pour l'admission de ces valeurs à la cote officielle.

Nous allons examiner quelles sont ces conditions d'admission, les comparer à celles des valeurs françaises sur les mêmes Bourses ; puis nous donnerons les règles d'admission des valeurs nationales et étrangères en d'autres pays.

Il convient de faire remarquer, que les différents marchés se classent en deux catégories, par les législations régissant les Bourses et les personnes qui font profession de négocier les valeurs mobilières : La première comprend la France et le Portugal, c'est le système de la réglementation absolue des Bourses et des agents de change. La seconde comprend toutes les autres nations qui plus ou moins s'écartent de ce système (1).

La loi du 30 décembre 1867 a consacré, en Belgique, le principe de la liberté absolue soit en ce qui concerne l'établissement des Bourses, soit en ce qui concerne la profes-

(1) Congrès des valeurs mobilières de 1900, Rap. n° 146. Villars.

sion d'agent de change. Le même système est suivi en Espagne avec quelques réserves cependant : pour des motifs d'ordre public le gouvernement a le droit d'interdire la négociation de telle valeur étrangère, il peut nommer des agents de change officiels qui, tout en ayant le caractère d'officiers publics, ne jouissent d'aucun monopole.

En Italie, en Hollande les agents de change n'ont pas de monopole non plus.

En Angleterre, le Stock-Exchange est entre les mains d'une corporation puissante dont les membres jouissent d'un monopole de fait s'il n'est pas établi par la loi. De ces différences de réglementation des Bourses et marchés d'effets publics naissent des différences dans les conditions d'admission à la cote : dans tel pays l'intervention de l'autorité gouvernementale sera une essentielle condition qui ne sera pas exigée en tel autre.

La première disposition légale réglementant les opérations qui constituent aujourd'hui la profession d'agent de change, est une ordonnance de Philippe-le-Bel, de février 1304 (1), portant « que le *change* de Paris sera sur le Grant-Pont, du côté de la Grève, entre la grande arche et l'église de Saint-Leufroy ». Plusieurs édits et déclarations promulgués dans la suite réglementent la profession de « courretier ».

Le 15 avril 1595 (2), un arrêt du Conseil d'Etat détermine le nombre d'offices de courtiers de change et banque qui doivent être créés dans le royaume, offices qui avaient été institués par le roi Charles IX en un édit de juin 1572 (3).

(1) *Manuel des agents de change*, p. 6.

(2) *Ibid.*, p. 8.

(3) *Ibid.*, p. 7.

La Chambre syndicale des agents de change actuelle a succédé au syndicat constitué par un arrêt du Conseil de décembre 1638 « pour donner moyen aux dicts courtiers de faire valoir leurs dictes charges à peu près l'une comme l'autre et les rendre plus considérables, et que le public en soit mieux servi, nous les avons érigés et érigeons en un corps qui sera appelé à Paris le corps des trente courtiers héréditaires de change et de banque de nostre Ville de Paris » (1).

Le nom d'agents de change leur fut donné par un arrêt du Conseil en date du 2 avril 1639 (2).

Le syndicat des agents de change fut dissous par la loi de mars 1791 supprimant toutes corporations, l'article 2 porte en effet : « A compter du 1^{er} avril prochain, les offices de perruquiers-barbiers, baigneurs-étuvistes, ceux des agents de change et tous autres offices pour l'inspection et les travaux des arts et du commerce,... sont supprimés. »

Il fut rétabli par un arrêté du 29 germinal an IX (3).

Une ordonnance du préfet de police du 1^{er} thermidor de la même année (4) donne au syndicat la mission de surveiller la cote des effets publics et d'en arrêter le cours (art. 17), mission qui leur fut confirmée par un arrêté en date du 27 prairial an X (5). Avec l'ordonnance royale du 29 mai 1816 (6) le syndicat prit le nom de Chambre syndicale des agents de change.

(1) *Manuel des agents de change*, p. 13.

(2) *Ibid.*, p. 13.

(3) *Ibid.*, p. 210.

(4) *Ibid.*, p. 217.

(5) *Ibid.*, p. 226.

(6) *Ibid.*, p. 287.

Le monopole et les attributions des agents de change sont établis par l'article 76 du Code de commerce :

« Les agents de change, constitués de la manière prescrite par la loi, ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres, susceptibles d'être cotés, de faire pour le compte d'autrui les négociations des lettres de change ou billets, et de tous papiers commercables, et d'en constater le cours.

« Les agents de change pourront faire, concurremment avec les courtiers de marchandises, les négociations et le courtage des ventes ou achats des matières métalliques. Ils ont seuls le droit d'en constater le cours. »

(En fait, la négociation des effets de commerce est abandonnée aux banquiers et, depuis la suppression du courtage officiel par la loi du 18 juillet 1866 toute personne peut faire le courtage des matières métalliques comme de toute autre marchandise.) M. Lyon-Caen indique exactement quelle est l'étendue de ce monopole des agents de change établi par l'article 76 du Code de commerce :

« Il importe de déterminer exactement l'étendue du monopole conféré par la loi aux agents de change. En effet, l'empiétement sur les fonctions exclusives des agents de change constitue un délit pénal et, en outre, les opérations faites par une personne s'immisçant dans ces fonctions sont nulles et ne peuvent donner lieu à aucune action en justice. Des difficultés nombreuses s'élèvent au sujet, soit des valeurs auxquelles le monopole s'applique, soit des opérations pour lesquelles il existe.

« En ce qui concerne les valeurs pour lesquelles les agents de change ont le droit exclusif de négociation, une grave question se pose. Ce droit exclusif n'existe-t-il que pour les valeurs admises à la cote ou s'étend-il à toutes

les valeurs réunissant les conditions légales voulues pour y être admises, quand même elles ne le seraient pas ? On pourrait être tenté d'adopter la seconde solution ; en sa faveur on peut faire remarquer que l'article 76 du Code de commerce déclare que les agents de change ont seuls le droit de faire des négociations d'*effets publics et autres SUSCEPTIBLES D'ÊTRE COTÉS*, et que cette dernière expression ne peut être prise comme synonyme d'effets admis à la cote officielle. Avec ce système le monopole existerait au profit des agents de change pour tous les titres dont la négociation n'est prohibée par aucune loi et qui sont de la nature des valeurs négociées dans les Bourses (actions, obligations, rentes, etc.), il est préférable de ne reconnaître le monopole que pour les valeurs effectivement admises à la cote. Cette opinion consacrée par la Cour de cassation (1^{er} juillet 1885, S. 85.1.257) et par la loi du 13 avril 1898 (art. 14), a l'avantage de bien délimiter le droit exclusif des agents de change et elle n'est point contraire aux expressions de l'article 76. Quand une valeur est admise à la cote officielle, elle n'est pas par cela même cotée ; pour qu'elle le soit, il faut qu'elle donne lieu à des négociations. On peut dire ainsi que les valeurs admises à la cote sont, selon les expressions de l'article 76, *susceptibles d'être cotées* » (1).

Ceci pour expliquer comment peut exister à côté des négociateurs officiels investis d'un monopole, à côté du marché officiel un marché usuellement dénommé « coulisse ».

Les *coulissiers* négocient non seulement des valeurs non admises à la cote officielle, mais aussi des valeurs cotées, et spécialement les rentes sur l'Etat. En 1859 la Chambre

(1) Lyon-Caen et Renault, *Droit commercial*, p. 489.

syndicale fit condamner les coulissiers pour usurpation de fonctions (1) ; mais depuis, le marché libre, toléré, a été en quelque sorte reconnu officiellement par la loi de finances du 28 avril 1893 en son article 28 qui oblige à la rédaction d'un bordereau soumis à un certain droit de timbre, tous intermédiaires même autres que les agents de change (2).

Menacée une seconde fois par l'article 14 de la loi du 13 avril 1898, la coulisse fut reconnue de nouveau par les décrets du 29 juin qui réorganisèrent le marché financier. La négociation des valeurs de la cote officielle (à l'exception des rentes françaises, par une singulière anomalie) lui était interdite ; il lui restait donc en outre les valeurs non cotées au parquet des agents de change. Le décret du 12 juillet 1901, résultat, en quelque sorte, d'une entente entre le marché officiel et le marché libre, en établissant un nouveau taux de perception du courtage, a donné en fait le droit aux coulissiers d'opérer, sous le contrôle supérieur du parquet, les négociations de certaines valeurs de la cote officielle.

La Chambre syndicale des agents de change est, selon l'expression usuelle, *maîtresse de sa cote*.

Nous avons vu que l'article 76 du Code de commerce prescrit que les agents de change seuls doivent constater le cours des effets publics et autres susceptibles d'être cotés. Sous le régime du Code de commerce c'était donc un droit et un devoir pour l'agent de change de coter toute valeur qu'il négociait. La Chambre syndicale n'a alors que le droit de vérifier la sincérité du cours coté. Il n'y a donc

(1) Paris, 2 août 1859 ; Cass., 19 janvier 1860, S. 60.1.481 ; *Journal du Palais*, 1860, p. 452.

(2) Lyon-Caen et Renault, *op. cit.*, p. 495, en note

pas à parler de procédure d'admission pour les valeurs françaises, puisque l'inscription leur était due après négociation par intermédiaire d'agent de change.

Les règlements de la Chambre syndicale des 8 fructidor an IX et 19 novembre 1823 établissent que l'agent de change qui avait négocié une valeur, l'inscrivait de sa propre autorité sur le bulletin de la cote en mentionnant en regard le prix auquel s'était effectuée l'opération.

C'est le règlement du 9 mai 1870, qui, le premier, formule le droit qu'exerce aujourd'hui encore la Chambre syndicale de prononcer sur l'admission à la cote des valeurs françaises (art. 155-156); droit qui ne repose sur aucun texte de loi, mais qui a été reconnu le 4 décembre 1877 par la Cour de cassation.

Il s'en suit que par les droits que la Chambre syndicale s'est arrogés, toute société française qui veut obtenir l'admission à la cote officielle, doit remettre un dossier composé des documents énumérés dans la pièce suivante :

COMPAGNIE
DES
Agents de Change
DE PARIS

CHAMBRE SYNDICALE
PALAIS DE LA BOURSE

Mars 1907

ADMISSION A LA COTE
OFFICIELLE

DES VALEURS FRANÇAISES

Pièces et renseignements à fournir à l'appui de la demande.

1° Demande au Syndic (il n'y a pas de formule obligatoire);

2° Deux exemplaires des statuts ;

3° Pièces constitutives : Expédition notariée de l'acte de souscription du capital et de versement effectué sur les actions,

avec la liste des souscripteurs y annexée ; — Procès-verbaux d'assemblées générales constitutives ; — Exemplaire imprimé du rapport des commissaires chargés de vérifier les apports, s'il y a lieu ;

4° Pièces de publication légale (exemplaire du journal d'annonces mentionnant cette publication) ;

5° Exemplaire légalisé du *Bulletin annexe au Journal officiel*, justificatif des insertions prévues à l'article de la loi de finances du 30 juin 1907 (1) ;

6° Spécimen des titres ;

7° Indication du taux d'émission, de libération actuelle des titres, des époques de jouissance, de la jouissance courante ;

(Mêmes justifications, s'il s'agit d'une augmentation de capital.)

8° Derniers bilans et comptes rendus d'assemblées générales, s'il y en a eu ;

9° Engagement de faire parvenir à la Chambre syndicale un compte rendu de chacune des assemblées générales que pourra tenir la société ;

10° Engagement de fournir à la Chambre syndicale 200 listes de chaque tirage, si les actions s'amortissent par tirages au sort ;

11° Adhésion à la formule d'acceptation de transfert spéciale pour les agents de change, si les titres sont essentiellement nominatifs ;

12° Engagement de procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale, à l'échange des titres qui en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans les livraisons ;

13° Engagement de tenir la Chambre syndicale au courant de toutes les modifications qui seraient apportées au fonctionnement de la société (statuts, titres, etc.) ;

14° Si le siège social n'est pas à Paris, engagement d'avoir une caisse chargée, à Paris, du service des titres et des coupons, pendant toute la durée de la société ;

(1) Voir *infra*, sect. II, chap. III : « Législation nationale ».

15° Indication de la caisse chargée du service des titres et des coupons.

NOTA. — L'admission à la cote officielle d'une valeur étrangère n'entraîne la perception d'aucun droit au profit de la Chambre syndicale

Obligations.

16° Copie certifiée et signée des procès-verbaux d'assemblées générales ou de délibérations du conseil d'administration qui ont autorisé la création des obligations ;

17° Exempleire légalisé du *Bulletin annexe au Journal officiel*, justificatif des insertions prévues à l'article 3 de la loi de finances du 30 janvier 1907 ;

18° Exemplaires du prospectus d'émission.

A défaut d'émission publique, indication du taux d'émission, de la libération actuelle, des époques de jouissance, de la jouissance courante, de la date des tirages et des remboursements ;

19° Spécimen des titres ;

20° Liste certifiée et signée des souscripteurs ;

21° Engagement de fournir à la Chambre syndicale 200 listes de chaque tirage ; lesdites listes devant contenir, intercalés en caractères ou couleurs différents, les numéros des titres sortis antérieurement et non présentés au remboursement ;

22° Engagement de procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale, à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans les livraisons ;

23° Indication de la caisse chargée du service des titres et des coupons.

D'autre part, la Chambre syndicale n'admet des obligations (françaises ou étrangères) aux négociations officielles que si les actions de la société qui les émet sont elles-mêmes déjà cotées ; exigence toute particulière à la Compagnie des agents de change de Paris et que la Chambre syndicale de Lyon s'est toujours refusée à introduire en ses règlements.

La Chambre syndicale étudie le dossier, délègue un de ses membres pour faire une enquête, s'assurer que la situation matérielle de la société est en rapport avec les documents fournis. Le délégué doit fournir un avis motivé et la Chambre vote sur ses conclusions.

Il va de soi que ce pouvoir de décision souveraine ne peut aller à l'encontre des dispositions légales prohibant l'admission des valeurs émises par les sociétés dans certains cas. Ainsi la loi du 24 juillet 1867, article 2, prohibe la négociation des actions avant la constitution définitive des sociétés ; la loi du 1^{er} août 1893 fixe un certain minimum des valeurs qui peuvent être émises, selon le montant du capital social. Lois que nous aurons l'occasion de revoir en examinant les conditions d'inscription à la cote des valeurs étrangères.

La Chambre syndicale des agents de change statue sur l'admission des valeurs étrangères à la cote officielle en vertu du décret du 6 février 1880 modifié par celui du 1^{er} décembre 1893, il est curieux de noter que de semblables documents officiels font complètement défaut à l'égard de l'admission des valeurs françaises. C'est la reconnaissance officielle de la nécessité pour un Etat d'être armé contre des valeurs qui peuvent, à un certain moment, être profondément nuisibles aux intérêts généraux du pays. La Chambre syndicale statue souverainement sur leur admission ou leur rejet, mais ses pouvoirs sont modérés par un droit de veto que conserve le gouvernement.

Un arrêt du Conseil du 7 août 1785 portait prohibition d'insérer les emprunts étrangers à la cote de la Bourse : « défense aux agents de change de coter en la Bourse de Paris d'autres effets que les effets royaux et le cours des changes » (1).

(1) *Manuel des agents de change*, art. 4, p. 83.

La négociation des fonds d'Etat étrangers reste interdite jusqu'en 1823. Alors intervient une ordonnance royale en date du 18 novembre dont voici le texte :

« Louis, etc... Sur le compte qui nous a été rendu, par notre ministre secrétaire d'Etat des finances, des diverses demandes qui lui ont été adressées pour obtenir l'autorisation de porter sur le cours authentique de la Bourse de Paris, les emprunts des gouvernements étrangers ; vu l'arrêt du Conseil du 7 août 1785 portant défense aux agents de change de coter à la Bourse de Paris d'autres effets que les effets royaux et le cours des changes ;

« Considérant que la permission de coter sur le cours authentique de la Bourse de Paris les effets publics des emprunts des gouvernements étrangers n'implique, de la part de notre gouvernement, ni approbation desdits emprunts ni obligation d'intervenir en faveur de ceux de nos sujets qui de leur plein gré y placeraient des capitaux ; considérant que, depuis plusieurs années, les opérations de banque, de finance et de commerce ont reçu dans tout le royaume, mais plus particulièrement à Paris, une très grande extension ; qu'il en est résulté un accroissement de capitaux qui rend désormais sans objet les dispositions de l'arrêt du Conseil ci-dessus relaté ;

« Considérant, enfin, qu'il ne peut qu'être utile de donner un caractère légal et authentique aux opérations nombreuses qui se font déjà sur les emprunts des gouvernements étrangers, les lois actuelles suffisant pour prévenir la fraude et l'insertion de conditions illicites ou illégales dans leur négociation, notre Conseil entendu, nous avons ordonné et ordonnons ce qui suit :

« ARTICLE PREMIER. — A l'avenir, les effets publics des emprunts des gouvernements étrangers seront cotés sur le cours authentique de la Bourse de Paris.

« ART. 2. — L'arrêté du Conseil du 7 août 1785 est rapporté en ce qu'il renferme de contraire à la présente ordonnance.

« ART. 3. — Notre ministre des finances est chargé de l'exécution de la présente ordonnance. »

La Chambre syndicale aurait à plusieurs reprises voulu se faire décharger de cette responsabilité d'accorder ou de refuser la cote aux fonds d'Etat étrangers, elle aurait voulu avoir un avis formel du gouvernement. Mais celui-ci, tout en maintenant le principe qu'une autorisation de lui était nécessaire a toujours eu soin de maintenir qu'il entendait laisser à la Chambre syndicale son pouvoir d'appréciation.

Une lettre de M. de Villèle au syndic des agents de change, en date du 12 novembre 1825, est, sur ce point, un très net commentaire de l'ordonnance de 1823 :

« M. le ministre des affaires étrangères m'a transmis par une dépêche en date du 31 octobre dernier, la demande que lui a faite, au nom de son gouvernement, M. le duc de Villa Hermosa, ambassadeur de Sa Majesté catholique, pour obtenir que les valès consolidés d'Espagne, émis depuis le 1^{er} mai 1824, à l'intérêt de 4 0/0 par an, fussent cotés sur le *Bulletin officiel* de la Bourse de Paris. Cette demande m'a paru n'avoir rien de contraire aux dispositions de l'ordonnance royale du 12 novembre 1823.

« Je vous autorise en conséquence, et conformément à la dite ordonnance, à coter ces effets dans le *Bulletin officiel* de la Bourse de Paris toutes les fois qu'ils donneront lieu à des opérations faites avec concurrence et publicité, en assez grand nombre pour produire un cours véritable et tel que le public ne puisse être induit en erreur sur leur valeur réelle, précaution que vous devrez également pren-

dre pour tous les autres effets avant de les coter officiellement » (1).

En 1837, la Chambre syndicale, préoccupée « d'éviter les contestations que pourraient élever les parties qui auraient à se plaindre des déterminations qu'elle aurait prises », demanda que ce fût le gouvernement lui-même qui décidât de l'admission des valeurs à la cote. Le ministre des finances répondit qu'il ne pouvait que « se reposer sur la prudence de la Compagnie pour concilier l'exécution des règlements avec ce qu'elle doit au public et à elle-même » (2).

Le 12 août 1873 le ministre des finances écrivait au syndic (3) le priant d'attendre pour admettre une certaine valeur à la cote, nouvel avis de sa part, devant consulter sur ce point le ministre des affaires étrangères. Les fonds d'Etat étrangers ne doivent pas être inscrits au *Bulletin officiel* sans qu'un avis de l'administration des finances n'ait spécifié qu'elle n'y faisait pas opposition : « L'admission à la cote officielle de la Bourse de Paris des fonds publics des gouvernements étrangers reste régie par l'ordonnance royale du 12 novembre 1823... Aujourd'hui, comme alors, il est nécessaire que le ministre des finances et le ministre des affaires étrangères soient mis à même d'apprécier, l'un au point de vue de l'intérêt du Trésor, l'autre au point de vue de l'intérêt politique, s'ils n'ont point de motifs de s'opposer à l'inscription sur la cote officielle de fonds publics étrangers dont la Chambre syndicale, au point de vue de l'intérêt public, aurait jugé la négociation utile et opportune. »

(1) *Manuel des agents de change*, p. 329.

(2) Lettre du 17 octobre 1837, *Manuel des agents de change*, p. 359.

(3) *Manuel des agents de change*, p. 553.

Sont donc affirmés, et le droit de la Chambre syndicale de statuer souverainement sur l'admission des valeurs étrangères, d'être maîtresse de sa cote, et aussi que ce droit doit être subordonné aux nécessités supérieures d'ordre diplomatique ou d'ordre économique général dont le gouvernement a la garde et dont seul il peut avoir l'appréciation.

Les Etats étrangers qui veulent faire admettre leurs fonds publics à la cote officielle doivent fournir les pièces justificatives que réclame le document suivant que leur remet la Chambre syndicale :

COMPAGNIE
DES
Agents de Change
DE PARIS

ADMISSION A LA COTE

OFFICIELLE

CHAMBRE SYNDICALE
PALAIS DE LA BOURSE

DES FONDS D'ÉTAT ÉTRANGERS

Avril 1907

Pièces et renseignements à fournir à l'appui de la demande :

- 1° Demande au Syndic (*il n'y a pas de formule obligatoire*) ;
- 2° Lois ou décrets qui ont créé ou autorisé l'emprunt ;
- 3° Certification, par l'autorité consulaire établie en France, que la valeur est cotée officiellement dans son pays d'origine, à moins qu'il n'y existe pas de Bourse officielle, auquel cas le fait serait constaté par le certificat (cette certification, établie en français, doit être dûment légalisée par le ministère des affaires étrangères à Paris) ;

4° Spécimen des titres provisoires ou définitifs, avec indication des coupures, s'il y en a, et, dans ce cas, des numéros afférents à chacune d'elles ;

NOTA. — Tous les documents indiqués dans les paragraphes 2°, 3° et

4° ci-dessus, doivent être fournis à la Chambre syndicale **en deux exemplaires**, dont l'un pour ses archives, et l'autre pour celles du ministère des finances (Lettre ministérielle du 12 février 1880).

5° Indication du taux d'émission, de la libération actuelle des titres, des époques de jouissance, de la jouissance courante :

6° Engagement de fournir à la Chambre syndicale 200 listes de chaque tirage, s'il y a lieu ; lesdites listes devant contenir, intercalés en caractères ou couleurs différents, les numéros des titres sortis antérieurement et non présentés au remboursement ;

7° Engagement de procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale, à l'échange des titres qui en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans les livraisons ;

8° Indication de la caisse chargée, à Paris, du service des titres et des coupons ;

9° Traductions françaises en due forme de toutes pièces produites en langues étrangères.

NOTA. — L'admission à la cote officielle d'une valeur française ou étrangère n'entraîne la perception d'aucun droit au profit de la Chambre syndicale.

Les valeurs étrangères autres que les fonds d'Etat se voient ouvrir la cote officielle par le décret impérial du 22 mai 1858, concernant la négociation à la Bourse de Paris et dans les Bourses départementales des titres émis par les compagnies de chemins de fer construits en dehors du territoire français ; ce décret avait surtout pour but de protéger les titres des chemins de fer français contre la concurrence des titres similaires étrangers, il est donc d'un caractère clairement restrictif.

Les compagnies doivent justifier qu'elles sont constituées conformément aux lois des pays où elles sont formées. Elles doivent donc remettre un dossier de pièces justificatives au ministre des finances, un autre au syndic des

agents de change, l'émission devra être autorisée par les ministres des finances et de l'agriculture, du commerce et des travaux publics (1).

Une lettre du ministre des finances (16 octobre 1872) rappelle la règle d'avis préalable du gouvernement :

« Il est bien entendu que c'est toujours à la Chambre syndicale qu'il appartient d'admettre les valeurs étrangères aux négociations de la Bourse : elle seule peut le faire en connaissance de cause, et, d'ailleurs, elle seule a qualité pour le faire. Mais après avoir prononcé l'admission en principe, elle ne doit procéder à l'inscription au *Bulletin officiel* qu'après avoir pris l'avis de mon département. »

Par son article 4, le décret de 1858 établissait que les actions ne pouvaient être de moins de 500 francs, et qu'elles devaient être libérées jusqu'à concurrence des sept dixièmes.

Cet article fut modifié par un décret du 16 août 1859 qui ne visait plus seulement les titres émis par des compagnies de chemin de fer, car les mots employés sont « *valeurs des compagnies étrangères* », le minimum de valeur nominale des titres restait fixé à 500 francs, mais ils ne devaient plus être libérés que des deux cinquièmes (2).

Ces dispositions ont été abrogées par le décret du 6 février 1880, modifié par celui du 1^{er} décembre 1893, encore en vigueur. Ils ont eu pour résultat d'ouvrir plus largement le marché aux titres étrangers.

D'après le décret de 1880, les pièces justificatives exigées des sociétés et collectivités étrangères ne doivent être remises qu'à la Chambre syndicale, mais une lettre du

(1) *Manuel des agents de change*, p. 447.

(2) *Manuel des agents de change*, p. 451.

ministre des finances datée du 12 février 1880 (1) vint rétablir le système ancien du double dossier, dont un exemplaire était dû au ministre et l'autre à la Chambre syndicale :

« L'article 2 du décret détermine les justifications que les Chambres syndicales auront à exiger préalablement à l'admission d'une valeur étrangère. Bien qu'en principe il appartienne aux Chambres syndicales seules de s'assurer de la régularité de ces justifications, je désire qu'il en soit fourni un double à mon administration, pour être déposé dans ses archives. Vous voudrez donc bien joindre aux décisions, que vous seriez dans le cas de soumettre à mon approbation, une expédition ou une copie certifiée de chacune des pièces énoncées dans l'article 2 du décret. »

Le décret de 1880 a reproduit la loi du 24 juillet 1867 en ce qui concerne le montant minimum des titres et le pour cent exigé de libération : pas moins de 100 francs quand le capital n'excède pas 200.000 francs, pas moins de 500 francs si le capital social est supérieur à 200.000 fr. Les titres doivent être libérés jusqu'à concurrence du quart. C'est l'application du principe d'équivalence de traitement des valeurs étrangères et des valeurs françaises qui domine tout notre système réglementaire et légal, particulièrement en matière fiscale ainsi que nous l'avons vu en un précédent chapitre.

La loi du 1^{er} août 1893 ayant modifié celle du 24 juillet 1867 et établi un nouveau minimum :

25 francs pour un capital social de 200.000 ou au-dessus et 100 francs pour un capital social supérieur à 200.000 fr., le décret du 1^{er} décembre 1893 intervint pour mettre le système de 1880 en harmonie avec la nouvelle loi.

(1) *Ibid.*, p. 592.

Le système établi par ces décrets, dont plus bas nous donnons le texte *in-extenso*, n'a pas voulu être et n'est pas une arme suffisante entre les mains du gouvernement contre l'invasion de nos marchés par les valeurs étrangères. Il n'y pas collaboration en quelque sorte, entre le ministre des finances et la Chambre syndicale, pour l'admission ou le rejet d'une valeur étrangère demandant son admission à la cote. Le ministre n'a qu'un simple droit de veto quand il lui faudrait des pouvoirs de contrôle réels.

Décret du 6 février 1880.

ART. 1^{er}. — Les Chambres syndicales des agents de change, à Paris ou dans les départements, accordent, refusent, suspendent ou interdisent la négociation, à leurs Bourses respectives, des actions, obligations, titres d'emprunt, quelle que soit d'ailleurs leur dénomination, émanant de sociétés, compagnies, entreprises, corporations, villes, provinces étrangères et tous autres établissements étrangers.

ART. 2. — La Chambre syndicale près la Bourse où l'admission d'une valeur étrangère est demandée se fait remettre les pièces et justifications suivantes :

1^o Les actes publics ou privés, statuts, cahiers des charges, etc., en vertu desquels cette valeur a été créée dans son lieu d'origine ;

2^o La certification, par l'autorité consulaire établie en France, que ces actes sont conformes aux lois et usages de leur pays d'origine, et que la valeur est officiellement cotée dans ledit pays, à moins qu'il n'y existe pas de Bourse officielle, auquel cas le fait serait constaté par le certificat ;

3^o La justification de l'agrément, par le ministre des finances, d'un représentant responsable du paiement des droits du Trésor.

ART. 3. — La Chambre syndicale peut demander, en outre, toutes pièces, justifications et renseignements qu'elle juge nécessaires.

ART. 4. — Les actions à la cote ne peuvent être de moins de

100 francs lorsque le capital des entreprises n'excède pas 200.000 francs, ni de moins de 500 francs, si le capital est supérieur à 200.000 francs. Elles doivent être libérées jusqu'à concurrence du quart (*Article modifié par le décret ci-dessous du 1^{er} décembre 1893*).

ART. 5. — Le ministre des finances peut toujours interdire la négociation, en France, d'une valeur étrangère.

ART. 6. — Sont abrogés les décrets des 22 mai 1858 et 16 août 1859, concernant la négociation, en France, des valeurs étrangères.

ART. 7. — Le ministre des finances est chargé de l'exécution du présent décret, qui sera inséré au *Bulletin des Lois* et au *Journal officiel*.

Décret du 1^{er} décembre 1893.

ART. 1^{er}. — L'article 4 du 6 février 1880 est modifié ainsi qu'il suit :

« Les actions admises à la cote ne peuvent être de moins de 25 francs lorsque le capital des entreprises n'excède pas 200.000 francs, ni de moins de 100 francs si le capital est supérieur à 200.000 francs. Elles doivent être libérées de 25 francs lorsqu'elles sont inférieures à 100 francs, et au moins jusqu'à concurrence du quart lorsqu'elles sont supérieures à 100 fr. »

ART. 2. — Le ministre des finances est chargé de l'exécution du présent décret qui sera inséré au *Bulletin des Lois* et publié au *Journal officiel*.

Conformément à ces règlements administratifs la Chambre syndicale remet aux sociétés étrangères désireuses d'obtenir l'admission à la cote, la liste suivante des pièces que doit contenir le dossier à envoyer avec la demande :

COMPAGNIE
DES
Agents de Change
DE PARIS

CHAMBRE SYNDICALE
PALAIS DE LA BOURSE

Mars 1907

ADMISSION A LA COTE
OFFICIELLE

DES VALEURS ÉTRANGÈRES
AUTRES QUE LES FONDS D'ÉTAT

Pièces et renseignements à fournir à l'appui de la demande.

1^o Demande au Syndic (*il n'y a pas de formule obligatoire*) ;

2^o Actes publics ou privés, statuts, cahiers des charges, etc., en vertu desquels la valeur a été créée dans son lieu d'origine ; avec traductions françaises en due forme de toutes pièces produites en langue étrangère.

3^o Certification, par l'autorité consulaire établie en France, que ces actes sont conformes aux lois et usages de leur pays d'origine, et que la valeur est cotée officiellement dans ledit pays, à moins qu'il n'y existe pas de Bourse officielle, auquel cas le fait serait constaté par le certificat (Cette certification, établie en français, doit être dûment légalisée par le ministère des affaires étrangères à Paris) ;

4^o Exemplaïre légalisé du *Bulletin annexe au Journal officiel*, justificatif des insertions prévues à l'article 3 de la loi de finances du 30 janvier 1907 ;

5^o Spécimen des titres provisoires ou définitifs, avec indication des coupures, s'il y en a, et, dans ce cas, des numéros afférents à chacune d'elles ;

NOTA. — Tous les documents indiqués dans les paragraphes 2^o, 3^o, 4^o et 5^o ci-dessus, doivent être fournis à la Chambre syndicale **en deux exemplaires** dont l'un pour ses archives, et l'autre pour celles du ministère des finances (Lettre ministérielle du 12 février 1880).

6^o Justification de l'agrément, par le ministre des finances, d'un représentant responsable du paiement des droits du Trésor ;

7° Indication du taux d'émission, de la libération actuelle des titres, des époques de jouissance, de la jouissance courante ;

8° Engagement de faire parvenir à la Chambre syndicale un compte rendu (en langue française) de chacune des assemblées générales que pourra tenir la société ;

9° Engagement de fournir à la Chambre syndicale 200 listes de chaque tirage, s'il y a lieu ; lesdites listes devant contenir, intercalés en caractères ou couleurs différents, les numéros des titres sortis antérieurement et non présentés au remboursement ;

10° Engagement de procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale, à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient être admis dans les livraisons ;

11° Engagement de tenir la Chambre syndicale au courant de toutes les modifications qui seraient apportées au fonctionnement de la société (statuts, titres, etc.) ;

12° Engagement d'avoir à Paris, pendant toute la durée de la société, une caisse chargée du service des titres et des coupons. Indication de la caisse chargée de ce service.

NOTA. — L'admission à la cote officielle d'une valeur française ou étrangère n'entraîne la perception d'aucun droit au profit de la Chambre syndicale.

L'admission d'une valeur à la cote officielle n'entraîne pas la responsabilité des agents de change qui la prononcent. Ils n'en encourent aucune en principe.

Les auteurs sur ce point sont unanimes. « Il est à remarquer que la Chambre syndicale, bien que chargée par la loi de constater le cours des effets, ne garantit pas la valeur. Elle n'a point à en examiner le mérite, ni quant à la forme, ni quant à la solvabilité des débiteurs. La valeur des effets peut varier à l'infini sans que jamais elle en soit responsable. C'est à ceux qui opèrent à en reconnaître la

nature et la solidité. Ils les achètent à leurs risques et périls » (1).

« La Chambre syndicale ne garantit pas la valeur des effets dont elle constate les cours ; c'est à ceux qui opèrent d'en connaître la solidité » (2).

Le *Dictionnaire universel de la Bourse et de la banque* (3) dit dans le même sens :

« C'est à tort que l'on s'imagine que l'admission d'une valeur à la cote est une sorte de consécration donnée à la valeur, un témoignage en sa faveur, une recommandation de la Chambre syndicale. »

M. Buchère dans son *Traité des valeurs mobilières* (n° 1108) a limité la responsabilité de la Chambre syndicale au cas où l'émission des valeurs n'aurait pas été régulière. M. Waldmann émet la même opinion, de façon plus catégorique encore :

« La constatation des qualités toutes de forme qui rendent un titre susceptible d'être l'objet d'un cours officiel ne comporte pas, n'a même aucun rapport avec la constatation des qualités marchandes, c'est-à-dire touchant au fond, à la valeur intrinsèque de ce même titre » (4).

« Il ne s'est jamais trouvé et ne se trouvera certainement jamais un tribunal capable de sanctionner cette énormité que l'admission à la cote garantit à l'acheteur qu'il fait une bonne opération. Ou bien on pourra se demander quelle garantie les Chambres syndicales donneront alors au ven-

(1) Mollot, *Bourse de commerce*, n° 479.

(2) Ruben de Couder, *Dictionnaire de droit commercial*, V° Agents de change.

(3) Ouvrage inachevé, publié sous la direction de M. Bozérian (admission à la cote) [citation et note extraites du rapport de M. Vidal, n° 145, au Congrès des valeurs mobilières de 1900].

(4) *La profession d'agent de change*, n° 313.

deur qui est également un des contractants de toute négociation et aussi parfaitement intéressant que l'acheteur » (1).

Nous avons vu que, à côté du marché officiel existe un marché libre. Un grand nombre de valeurs étrangères sont cotées et négociées par les syndicats des banquiers en valeurs à terme, et en valeurs au comptant près la Bourse de Paris.

Nous avons indiqué que différents textes subordonnent toute émission ou introduction de valeurs étrangères à l'autorisation préalable du gouvernement et nous avons regretté que celui-ci n'use pas de ce droit comme un moyen d'action sur la répartition des capitaux d'épargne français qui, de plus en plus, dédaignent les placements nationaux pour aller chercher des emplois à l'étranger.

Mais cette politique serait-elle suivie, que le syndicat de la coulisse parviendrait à échapper à tout contrôle gouvernemental, dans l'état actuel de notre législation et de notre réglementation administrative.

Les transactions sur le marché en banque ont une amplitude considérable, notamment en ce qui concerne les valeurs exotiques par suite des relations internationales d'un grand nombre de maisons de coulisse ; qu'une société étrangère ou qu'un gouvernement obtienne l'inscription de ses titres sur la cote en banque, le Syndicat des banquiers pourra au moyen d'une large publicité dans les journaux et les bulletins financiers que de nombreuses maisons de banque font paraître, provoquer les achats, écouler les titres dans le public sans que le gouvernement ait seulement été consulté. Il pourra placer en France un

(1) *Ibid.*, n° 329.

emprunt étranger dont l'introduction sur le marché officiel n'aurait pas été permise : « La barrière que des considérations d'ordre public avaient fait établir à l'entrée du marché officiel pour en défendre l'accès aux fonds étrangers sans une autorisation expresse et écrite du gouvernement, pourrait se trouver ainsi facilement tournée ! » (1) écrivait un des rapporteurs au Congrès international des valeurs mobilières, et il citait le cas d'un Etat de l'Amérique centrale qui n'avait pu obtenir l'admission à la cote officielle : il avait laissé en souffrance les créances de nombre de nos nationaux, et la Chambre syndicale avait pensé, avec raison, que le « blocus de la cote » était le seul moyen de parvenir à un règlement satisfaisant de nos intérêts lésés par un Etat étranger sans grands scrupules. Cet Etat parvint cependant à introduire ses titres sur notre marché ; les banques étrangères qui s'étaient chargées de placer l'emprunt s'entendirent avec le syndicat de la coulisse qui inscrivit le titre sur sa cote. « Des fonds français se sont trouvés ainsi engagés sur cette valeur au détriment des créances dont nous parlons, lesquelles ne reçurent naturellement, dans ces conditions aucune satisfaction » (2).

De semblables faits peuvent se renouveler et font regretter, non le droit que possède le marché libre de négocier les valeurs non cotées au parquet des agents de change, et de publier une cote, mais que l'introduction et l'émission en France des valeurs étrangères ne soit pas soumises aux mêmes réserves sur ce marché que sur le marché officiel. Il est regrettable que le gouvernement armé d'un droit de veto contre les admissions que vou-

(1) Congrès 1900. — Rapport n° 141, Ch. Pluyette.

(2) *Ibid.*

draient accorder les agents de change à des valeurs étrangères ne puisse avoir le même droit vis-à-vis des syndicats des banquiers,

Le gouvernement doit pouvoir défendre les intérêts de notre épargne, les intérêts économiques et politiques généraux de la nation, sur le marché libre, qui ne saurait avoir, en bonne justice, plus de droits que le marché officiel ; le marché libre peut en effet, avec les textes actuels, venir, en quelque sorte, annuler les restrictions protectrices que l'administration peut mettre à l'introduction des valeurs étrangères qu'elle juge dangereuses pour les intérêts de l'épargne française.

Il semble donc juste qu'une disposition réglementaire précise intervienne pour soumettre tous les fonds et valeurs de l'étranger qui désirent être négociés sur nos marchés à une autorisation ministérielle, et cela pour le marché en banque comme pour le marché officiel.

Ce contrôle administratif ne pourrait d'ailleurs pas atteindre toutes les valeurs étrangères qui se placent en France. Nous avons déjà signalé la très grande quantité de placements étrangers qui se font sans aucune émission ou vente publique en France sans que les émetteurs aient demandé l'inscription soit à la cote officielle soit à la cote en banque. Ce sont les placements que les rentiers vont faire directement à l'étranger sans passer par l'intermédiaire des sociétés ou banques françaises. M. Théry disait le 13 juin 1900 à la *Société d'Economie politique nationale* en faisant allusion aux quantités considérables de titres d'entreprises fondées en Russie par des industriels et des financiers belges, qui avaient été placées dans les départements français avoisinant la Belgique :

« Ces ventes directes faites par des intermédiaires belges

aux capitalistes français sont parfaitement légales et aucune mesure ne pourrait empêcher nos compatriotes d'aller acheter les titres qui leur conviennent et aux conditions qu'il leur plaît d'accepter. »

Evidemment des dispositions réglementaires ou légales de la nature de celles que nous venons d'examiner ne pourraient avoir un tel résultat ; mais, s'il ne serait pas complet, un très grand progrès pourrait, néanmoins, être réalisé.

L'admission à la cote, aux Bourses étrangères (1).

ANGLETERRE.

Le London Stock-Exchange est le type du marché de valeurs mobilières fonctionnant librement sans aucun contrôle gouvernemental.

Corporation privée, indépendante, le Stock-Exchange jouit d'un privilège de fait exclusif à défaut d'un privilège légal ; l'on peut reconnaître au fonctionnement de cette Bourse les deux caractéristiques du tempérament britannique : initiative et discipline.

Un Committee for General Purposes est chargé de la surveillance du fonctionnement du Stock-Exchange et de son règlement intérieur, il est composé de trente membres élus d'entre les membres de l'association. Ces membres du Stock-Exchange sont des jobbers (ou dealers) : négociants en titres qui achètent et vendent pour leur compte,

(1) Nous nous sommes tout particulièrement reportés pour ces indications sur l'admission à la cote des principales Bourses européennes, aux rapports de MM. Delamotte, Sayous, J. Cook, Quantin, R. G. Lévy et Villars, sur l'organisation des divers marchés financiers (Congrès international des valeurs mobilières 1900).

et des brokers : intermédiaires qui n'opèrent que pour le compte des tiers.

Il n'y a pas à Londres la séparation qui existe entre le parquet et la coulisse à Paris, nombre de brokers publient une cote de plusieurs pages relatant les cours de valeurs non cotées au Stock-Exchange.

C'est au Committee for General Purposes que doivent être adressées les demandes d'admission, elles doivent être contresignées par un broker. Les pièces suivantes doivent être annexées à la demande :

Prospectus ;

Règlements, statuts de la société ;

Copie des bilans de quelques années, quand il s'agit d'actions ou d'obligations.

Pour les fonds d'Etat, on doit remettre la copie des lois qui ont autorisé l'émission.

Pour les valeurs étrangères, fonds d'Etat, actions ou obligations de sociétés, il suffit, en outre, de donner la preuve que ces valeurs sont déjà admises à la cotation officielle dans le pays d'origine. Ces pièces doivent être remises au secrétaire du Share and Loan department.

Il faut que les statuts défendent aux administrateurs d'employer les fonds sociaux à l'achat des actions et que les dividendes échus ne soient jamais périmés. Moitié au moins du capital-actions doit avoir été émis et un tiers au plus de la somme émise destinée à payer des apports.

Le Committee ordonnera l'inscription des titres d'une nouvelle compagnie à la cote officielle, si la compagnie est *bona fide* et d'une importance suffisante, si 10 0/0 au moins du capital émis ont été payés, si les sommes à payer en argent ou en titres aux apporteurs et concessionnaires sont spécifiées, si deux tiers du capital nominal émis ont

été souscrits et attribués sans condition au public. On pourrait prononcer la radiation de la cote, d'une compagnie qui sans motifs spéciaux émettrait de nouvelles actions dans les douze mois qui suivent la première liquidation.

BELGIQUE.

En Belgique, c'est également le régime de la liberté des Bourses qui est en vigueur, la profession d'agent de change est libre.

Une commission est nommée par le collège échevinal sur deux listes de présentations, l'une émanant des agents de change inscrits depuis trois ans, l'autre présentée par le tribunal de commerce. Cette commission est chargée de l'administration de la Bourse, et c'est à elle que doivent être adressées les demandes d'admission à la cote.

Le Règlement communal de la Bourse de Bruxelles décide en son chapitre IV, des conditions requises pour l'admission :

CHAPITRE IV. — *Admission à la cote.*

20. — La demande d'introduction d'une valeur à la cote est adressée par écrit à la commission. Elle est accompagnée d'un spécimen des titres, de l'indication du taux d'émission et, s'il s'agit d'une valeur belge : de la maison chargée du paiement des coupons à Bruxelles.

Quant aux valeurs étrangères, elles ne peuvent être admises à la cote que si elles le sont dans leurs pays d'origine et s'il est justifié de la régularité des actes qui les concernent ; s'il s'agit d'une société, à la demande doivent être joints les statuts et le dernier bilan.

21. — L'impétrant devra, de plus, fournir toute autre

pièce dont la commission jugerait la production nécessaire.

22. — La désignation des valeurs pour lesquelles la cote est demandée est affichée pendant huit jours au moins, et, pendant ce délai, la commission recevra toutes les observations qui lui seraient faites par écrit. Après quoi, elle statuera sur la demande.

23. — Ne peuvent être admises à la cote les actions de société dont le capital est inférieur à 1 million de francs, ni les obligations émises par ces sociétés.

24. — Par le seul fait de l'admission de leurs valeurs à la cote, les sociétés prennent l'engagement de faire parvenir chaque année à la commission le compte rendu de toutes les assemblées générales et 350 exemplaires de la liste des tirages des titres remboursables ; cette liste doit comprendre la récapitulation générale des numéros sortis antérieurement et non présentés au remboursement.

26. — La commission peut, à la majorité des 2/3 des membres présents, rayer de la cote les valeurs pour lesquelles on ne se serait pas conformé aux règles ci-dessus prescrites, ainsi que celles qui faute de transactions cesseraient d'y figurer utilement ou dont la négociation au parquet lui paraîtrait contraire à l'intérêt du public.

ALLEMAGNE.

En Allemagne, nous retrouvons le système de la réglementation des Bourses : la loi du 22 juin 1896, commune aux Bourses de valeurs et aux Bourses de marchandises, leur impose une réglementation stricte et minutieuse.

C'est au gouvernement de chaque Etat qu'appartient le droit d'autoriser la création d'une Bourse ou d'en ordonner la fermeture, il peut en déléguer la surveillance aux corps

constitués tels que chambres de commerce ou corporations de marchands. Un *Staat commissäre* est « chargé d'observer la marche des affaires à la Bourse et de surveiller l'application des lois et règlements concernant les Bourses en se conformant aux instructions données par le gouvernement. Ils sont autorisés à assister aux délibérations des organes de la Bourse et à appeler l'attention de ces organes sur tous les abus qui se seront produits. Ils feront des rapports sur les abus et sur les moyens d'y remédier » (1).

Les négociations se font par l'entremise de « courtiers de cours » assermentés, nommés et révoqués par les gouvernements. Mais ils n'ont pas le monopole de la négociation des valeurs.

Le titre III de la loi de 1896 règle les conditions d'admission des valeurs à la cote.

L'article 36 décide qu'une commission sera chargée d'examiner les demandes, elle devra pour moitié être composée de personnes non inscrites sur le registre de la Bourse comme faisant des affaires sur titres. Sont exclus de la délibération et de la décision relatives à l'admission, les membres qui sont intéressés à l'introduction du titre sur le marché. « Le comité a pour mission et pour devoir : 1° d'exiger la présentation des documents qui doivent servir de base aux titres à émettre et d'examiner ces documents ; 2° de faire en sorte que le public soit renseigné le mieux possible sur toutes conditions de fait et de droit nécessaire à l'appréciation des titres à émettre et de ne pas autoriser l'émission en cas d'insuffisance des renseignements ; 3° de ne pas autoriser des émissions susceptibles de porter préjudice à des intérêts généraux importants...

(1) Loi du 22 juin 1896, art. 2.

Le comité peut refuser une émission sans donner les motifs de sa décision... il a le droit d'exclure de la cote les titres qui y ont été admis. L'admission des titres des emprunts de l'Empire et des Etats allemands ne peut être refusée...

L'article 38 décide que le comité publiera la demande d'admission et attendra six jours au moins avant d'admettre la valeur.

Sauf pour les emprunts d'Empire et des Etats allemands, un *prospectus* très détaillé devra être publié avant la demande. Le gouvernement de l'Etat intéressé peut en dispenser les emprunts complètement garantis soit par l'Empire soit par un Etat confédéré.

L'article 39 impose aux sociétés par actions un délai d'un an à partir de l'inscription de la société sur le registre du commerce et de la publication du premier bilan, pour pouvoir être admises à la cote de la Bourse.

S'il s'agit de *valeurs étrangères*, leur admission est assujettie à la condition que les émetteurs s'engagent pour une durée de 5 ans à publier annuellement le bilan des sociétés pour les titres desquelles l'admission est demandée, avec le compte des profits et pertes, après l'établissement de ces comptes, dans un ou plusieurs journaux allemands choisis par le comité d'admission.

Enfin l'article 41 établit « qu'il ne peut y avoir de cours officiel pour les valeurs dont l'admission à la cote de la Bourse a été refusée ou n'a pas été demandée. Les affaires sur ces valeurs sont exclues des avantages accordés par les règlements de Bourse et ne peuvent être négociées par les courtiers de Bourse.

Il est également interdit de publier des listes de prix (cotes) pour les affaires de ce genre, ainsi que de répandre

ces cotes dans le public au moyen de reproductions par un procédé mécanique quelconque, à moins que le règlement de la Bourse n'accorde des exceptions pour des cas particuliers. »

AUTRICHE.

Le marché des valeurs mobilières en Autriche également, est réglementé. Une Bourse doit être autorisée par le ministre des finances qui donne son approbation aux statuts et règlements particuliers qui la régissent. Comme en Allemagne, un commissaire spécial exerce une surveillance pour le compte du gouvernement. Les formalités d'admission à la Bourse de Vienne sont essentiellement : la remise d'une double demande, une à la chambre de la Bourse, l'autre au ministre des finances. A ces demandes un dossier doit être annexé, contenant tous documents et pièces qui peuvent être utiles, renseignements sur les valeurs en question. Ce système de la double demande a quelque analogie avec notre système français, mais il semble indiquer une politique d'admission moins large que la nôtre.

ESPAGNE.

L'article 74 du Code de commerce espagnol porte que « toute personne, qu'elle soit commerçante ou non, peut faire sans intervention d'agent de change » des opérations sur des valeurs mobilières, effets publics ou valeurs émises par des sociétés.

Mais dans ce cas le droit commun sera applicable à ces opérations, tandis que certains privilèges, certains effets juridiques, seront attribués aux contrats faits par l'intermédiaire d'un agent de change.

Les demandes d'admission à la cote doivent être adressées au ministère de fomento (agriculture et commerce) pour les fonds d'Etat, il statue après avis de la Chambre syndicale des agents de change. Pour les valeurs émises par des sociétés ou autres collectivités la demande est envoyée directement à la Chambre syndicale qui accorde l'admission et en informe le ministre. Une liste est dressée par la Chambre syndicale des nombreux documents qui doivent lui être fournis à l'appui de la demande.

Pour les fonds publics *étrangers* comme pour les fonds espagnols, en plus de l'autorisation du gouvernement, est exigée la publication du prospectus d'émission, dans la *Gaceta de Madrid*. Pour les valeurs émises par des sociétés étrangères, les documents doivent être fournis qui sont exigés des sociétés nationales ; d'autres pièces justificatives sont exigées, qui prouvent que l'émission est, en outre, conforme aux lois du pays d'origine et aux statuts de la société. Ils doivent être traduits par le bureau des interprètes du ministère d'Etat.

De plus, il faut, pour admettre ces valeurs, qu'un décret royal, portant qu'aucune raison d'intérêt public ne s'oppose à la cotation, ait été obtenu.

PORTUGAL.

Ainsi que nous l'avons dit, au début de ce chapitre sur l'admission à la cote, le Portugal n'a pas jugé que l'achat et la vente des valeurs mobilières devaient être libres, il a adopté le système de la réglementation sans restrictions. Les agents de change sont nommés par le roi, leur monopole est absolu.

La Chambre syndicale statue sur l'admission des valeurs, mais pour les valeurs *étrangères* l'autorisation du ministre des affaires étrangères est nécessaire.

Il faut pour admettre les valeurs portugaises à la cote que leur émetteur ait fourni les pièces constatant leur création.

Pour les valeurs *étrangères*, il faut de plus remettre un certificat émané de l'autorité consulaire de la nation d'origine attestant la légalité des documents fournis et déclarant que la valeur est admise à la cote officielle de la Bourse du pays d'origine. Tous documents et pièces justificatifs de l'acquittement des impôts dans ce pays et de la parfaite régularité des titres.

SUISSE.

Chaque canton peut établir les règlements régissant les Bourses dont il décide la création. Les trois Bourses importantes sont celle de Genève où les agents de change n'ont pas de monopole, mais où il n'existe pas de cote libre, de Zurich et de Bâle où les conditions d'admission des valeurs à la cote sont les mêmes que celles établies pour la Bourse de Genève.

L'admission d'une valeur à la cote doit être demandée par cinq agents de change ; le comité des agents est libre de demander tous renseignements ou documents qu'il juge nécessaires. Il n'accepte que les valeurs qui ont déjà donné lieu à des transactions sur le marché.

Pour les valeurs *étrangères* il faut justifier d'une quantité de ces titres assez grande existant dans les portefeuilles suisses pour obtenir l'admission.

En Russie, le système appliqué est celui de la réglementation et de l'autorisation gouvernementale pour l'admission à la cote. L'Italie a adopté un régime de quasi-liberté, l'autorisation gouvernementale ne serait pas nécessaire pour l'admission d'une valeur étrangère.

En Hollande, la Bourse est une institution officielle, mais la profession de « commerçants en fonds public » est libre. Leur comité admet ou rejette les demandes des valeurs nationales ou étrangères qui désirent être inscrites à la cote.

En cette rapide revue que nous venons de faire de la réglementation des Bourses et des conditions d'admission à la cote des valeurs mobilières étrangères, nous avons successivement vu les régimes les plus divers. Certains gouvernements croient devoir prendre les précautions les plus grandes, établir les règles les plus strictes pour protéger l'épargne autant contre les placements exotiques que contre la spéculation.

D'autres, au contraire, considèrent les valeurs mobilières comme des marchandises quelconques qui doivent — dans l'intérêt du marché — être achetées et vendues librement, avec la plus grande concurrence possible, sans règles spéciales de lieu, ni de temps, sans intermédiaires obligés, sans aucune réglementation restrictive de l'extension des opérations.

Enfin un troisième type est celui du pays où le gouvernement s'est abstenu d'établir toute réglementation, mais où une puissante corporation a su se créer un monopole de fait, et établir des règles d'une prudente sévérité.

La plupart du temps, le système en vigueur dans chaque pays, est, comme les autres institutions la résultante normale de la politique économique générale du pays, de ses besoins, des qualités habituelles de sa race, du développement et de la direction donnés à son commerce. Ce n'est pas dire que le régime existant n'est pas perfectible.

Le système le mieux approprié aux besoins de notre

marché et aux intérêts de notre épargne semblerait être un régime de liberté surveillée, dirigée, par une autorité éclairée.

Une politique fiscale sage et prudente, et, en harmonie avec elle, des règles d'admission à la cote des valeurs mobilières étrangères, qui, sans être prohibitives, ne laisseraient introduire sur nos Bourses et marchés que des valeurs sans danger pour nos capitalistes et rentiers, devraient être l'objet des études et des recherches d'un gouvernement.

SECTION II

MOYENS D'ACTION POUR ASSURER LA SÉCURITÉ DU PORTEUR DE VALEURS ÉTRANGÈRES

CHAPITRE PREMIER

INITIATIVE PRIVÉE

En un précédent chapitre nous avons étudié quelle influence, le législateur, le gouvernement pouvaient avoir sur le choix que les rentiers font des emplois à donner à leurs épargnes, comment on pourrait parvenir à ce que les capitaux français se répartissent d'une façon plus favorable tant à nos entreprises nationales, à la fortune publique, qu'aux intérêts de chacun des capitalistes eux-mêmes. Nous avons pensé qu'une politique fiscale habile et des règles d'admission à la cote prudentes, seraient capables de remplir ce rôle de modérateur de l'exportation de l'épargne ; mais nous avons plutôt formulé un souhait que fait une satisfaisante constatation.

Les placements à l'étranger considérés comme moins sûrs, d'une façon générale, que les placements en valeurs nationales, restreindre ces placements serait protéger l'épargne, mais nous avons préféré donner le nom de pro-

tection à l'action que l'on cherche à exercer pour assurer si possible, la sécurité des capitaux qui sont déjà placés à l'étranger qui, par ce fait seul, sont exposés à plus de risques.

Il y a, avons-nous vu, un écart très considérable entre le taux du placement en France et le taux du placement à l'étranger dans les pays habituellement emprunteurs ; ces taux par leur exagération même peuvent inspirer quelques craintes. « Il est bien certain que l'emprunteur qui nous promet huit ou neuf pour cent est un emprunteur dont la solvabilité est sujette à des défaillances » (1). L'Espagne, le Portugal, la Grèce, la Serbie ont, en Europe, fait perdre des sommes importantes aux rentiers français ; pour les autres parties du monde c'est malheureusement une série lamentable de manquements aux engagements, et cela dans des périodes assez rapprochées de nous. La liste des pays qu'il faudrait excepter ou dont les finances sont devenues meilleures serait vite dressée.

« En dehors des Etats-Unis (encore convient-il de rappeler que plusieurs Etats de l'Union : le Tennessee, la Virginie occidentale, la Louisiane ont manqué à leurs engagements et qu'antérieurement d'autres Etats : le Mississipi, la Floride, l'Arkansas ont fait faillite), je ne verrais guère à y inscrire que l'Egypte, la Tunisie, le Mexique. En Egypte l'ordre, sous le contrôle franco-anglais, a succédé au désordre, aux réductions d'intérêt à partir de 1880 ; depuis le compromis de 1870 les intérêts de la dette tunisienne sont régulièrement payés. Enfin à partir de l'arrangement de 1886 qui a imposé aux créanciers des emprunts antérieurs à 1864 des réductions allant jusqu'aux quatre cinquièmes,

(1) M. Cauvès, à la Société d'Economie politique nationale, 16 mai 1900.

les emprunts mexicains ont été loyalement exécutés » (1).

Une réglementation légale qui, pour certains auteurs, seule pourrait exercer une efficace protection, ne pourrait être qu'essentiellement préventive, nous étudierons cette question dans un chapitre prochain sur la législation nationale, moyennant action pour assurer la sécurité des porteurs de valeurs étrangères. Un Etat peut aussi protéger les intérêts de ses nationaux par son action diplomatique ou politique ; et se pose la question de la légitimité du droit d'intervention et d'ingérence financière.

Les initiatives privées en maint pays prêteur se sont groupées pour lutter contre la mauvaise politique financière ou le manque de foi de sociétés et de gouvernements étrangers.

Devant la menace d'une réduction d'intérêt arbitraire, d'une suspension de paiements partielle ou totale on a vu à plusieurs reprises se former des comités de porteurs d'une certaine valeur « à catastrophe », qui s'efforçaient de sauver ce qui n'était pas irrémédiablement perdu, ces syndicats de salut disparaissaient quand le conflit ou le danger qui les avait fait naître était réglé. Mais ces comités particuliers indépendants les uns des autres, surgissant au moment du besoin, s'ils ont rendu de sérieux services, présentaient de grandes faiblesses, leurs délégués manquaient parfois de préparation pour mener à bien une délicate besogne, leurs archives, leurs documentations étaient sommaires, leurs ressources pécuniaires n'étaient pas toujours suffisantes pour leur permettre une longue instance contre la société débitrice, ou de longs pourparlers avec les représentants de l'Etat défaillant, il fallait de toute nécessité

(1) *Ibid.*

qu'un lien reliât entre eux ces différents groupements, leur donnât une unité de procédure, la force cohésive d'une association influente et nombreuse. Aussi depuis de longues années en Angleterre, plus récemment en France et en Belgique, existent des institutions permanentes qui organisent la protection des porteurs de valeurs étrangères ; facilitent ou provoquent la formation de groupements ou comités spéciaux pour chaque valeur ; qui tout en étant indépendantes du gouvernement ont sa protection et sont influentes auprès de lui, reçoivent des communications officielles des pouvoirs publics, des renseignements fournis par les agents consulaires, ont parfois à lui demander de transmettre leurs plaintes par la voie diplomatique officielle, voire à réclamer une intervention, à demander qu'il prenne fait et cause pour ses nationaux porteurs impayés de titres étrangers ; ces organisations possèdent des capitaux, rassemblent des documents et constituent ainsi de puissants organes de défense.

Ce sont, en Angleterre, la Corporation of foreign bondholders ; en France l'Association nationale des porteurs français de valeurs étrangères ; à Anvers, l'Association pour la défense des détenteurs de fonds publics ; à Bruxelles existe aussi une association de ce genre, moins importante.

Le rôle de semblables sociétés doit être double : leur action ne doit pas être seulement répressive, elles ne doivent pas seulement agir — en perfectionnant la procédure — comme le pouvaient faire des groupements particuliers créés pour la défense d'un intérêt immédiat, lorsque le débiteur, collectivité ou Etat, a déjà mis en danger les capitaux qui lui ont été confiés, lorsque, pour la plupart des cas, il est déjà trop tard ; leur action doit être aussi préventive, elles doivent, grâce à leurs sources

d'informations nombreuses et précises, mettre en garde les rentiers contre les risques que présentent les valeurs émises par telle société ou tel gouvernement.

Ce rôle de protection préventive, les associations de porteurs de valeurs étrangères ne l'ont pas encore complètement rempli. Le Council of the Corporation of foreign bondholders publie cependant en son volumineux rapport des renseignements fort intéressants, sur la situation financière des pays qui ont fait courir des risques, encourir des pertes aux capitalistes anglais, mais ces informations ne concernent guère que les Etats sud-américains.

M. Cauwès a émis le vœu que ces sociétés dirigent leurs efforts vers cette protection préventive (1) :

« Ces associations peuvent rendre de grands services. Elles en ont rendu dans le passé ; la plus ancienne, la société anglaise, a par ses démarches en 1880 provoqué l'intervention à la suite de laquelle la dette égyptienne a été unifiée. On peut même se demander si ces sociétés ne pourraient pas dans l'avenir, assumer un autre rôle, si, après s'être tenues jusqu'ici dans le rôle de « chien de terre-neuve » — pardonnez-moi cette expression — elles n'auraient pas la possibilité d'organiser la protection préventive par un service d'informations que je me représente comme devant avoir un caractère purement documentaire.

« Ce que la loi n'exige pas actuellement, qu'on fournisse des éléments de publicité sur tous les points intéressants, pourquoi ces sociétés, soit d'office, soit sur la demande des intéressés, ne le feraient-elles pas elles-mêmes, en ayant soin d'éviter qu'on puisse tenir leurs informations pour

(1) Compte rendu de la séance du 13 juin 1900 de la *Société d'Economie politique nationale*.

une réclame ? Car c'est là qu'est la difficulté : maintenir à des informations statistiques, un caractère d'informations pures et simples. Il faudrait, dans ce but, tracer à l'avance un cadre immuable dans lequel seraient disposées les données en question : on ne donnerait que des chiffres ou des faits rentrant en quelque sorte dans un certain nombre de cases arrêtées à l'avance. Peut-être alors, ce qui peut paraître un peu chimérique, la distinction entre l'information pure et la réclame pourrait être réalisée. Si cela pouvait être fait, ces associations rendraient des services plus grands encore...

« J'émetts seulement un vœu, c'est de voir faire, pour les valeurs mobilières, ce qui existe par les Lloyds, par le Bureau Veritas pour la marine marchande. »

L'association anglaise, avons-nous dit, fait paraître des documents de cette nature pour les valeurs qui intéressent tout particulièrement les porteurs anglais de valeurs étrangères, les rapports des associations françaises et belges, plus récentes, chaque année deviennent plus riches en renseignements utiles pour les capitalistes et rentiers, mais le vœu de M. Cauwès est loin d'être déjà réalisé.

Le point critiquable du rôle de ces groupements de porteurs, comités ou associations, apparaît lorsqu'on examine les droits et le légitime fondement de l'intervention de ces institutions.

L'immédiate et impérieuse nécessité pratique, seule, justifie les droits qu'elles s'arrogent, et étant donné les heureux résultats qui ont été obtenus cela paraît grandement suffisant pour que l'on ne s'en tienne pas aux principes rigoureux du droit civil ; en effet, la masse des porteurs se compose en majorité de gens peu enclins à prendre une attitude active, certains sont indifférents, il y a des mi-

neurs, des incapables; d'après le droit civil, sauf en cas de mandat régulier, chacun ne peut agir et parler qu'en son propre nom, or les comités de porteurs les plus amples ne réunissent jamais qu'une très faible minorité des intéressés. Cela peut paraître choquant lorsqu'il s'agit de sociétés, car lorsqu'il s'agit de fonds d'Etat, le droit international qui, seul doit être appliqué, n'a pas les rigueurs du droit civil.

En pratique, aucune difficulté ne s'élève, un comité d'obligataires peut incontestablement entrer en pourparlers avec une société débitrice, dans son intérêt et celui de ses co-intéressés, et obtenir d'elle des concessions ou l'adoption de mesures de garantie ou de contrôle, il peut recourir à l'intervention des tribunaux, les décisions n'auront force de chose jugée que pour ceux qui figurent dans l'instance mais, *en fait*, seront réellement la loi de tous, parce que tous reconnaîtront qu'un nouvel appel à la justice serait purement frustratoire. Sans doute, dans la rigueur des principes, le comité, le groupement n'avait pas qualité pour consentir au nom de chaque obligataire à des modifications des transactions premières, à des abandons de droits, un seul pourrait paralyser les efforts collectifs, mais l'on voit généralement réussir les transactions ainsi conclues : l'intérêt de tous les porteurs est le même (1).

La solution est plus facile lorsqu'il s'agit de fonds d'Etat. Les obligations contractées par un Etat emprunteur ne peuvent avoir de sanction qu'en droit international public; il pourra y avoir parmi les créanciers des inconnus, des incapables, il se pourra produire des minorités d'intransigeants; « le sort des engagements internationaux et

(1) Guichard, *De la protection de l'épargne nationale et des syndicats de porteurs de valeurs étrangères*.

les nécessités qui président à la vie des nations ne peuvent pas être placés sous la dépendance de faits si étroits. Il y a donc impossibilité matérielle et pratique à tenir compte en cette matière des capacités et des volontés individuelles ; tout ce que l'on peut raisonnablement exiger, c'est le consentement de la masse des créanciers prise dans son ensemble » (1). Il faut donc que le débiteur entre en discussion avec ceux de la masse qui se sont fait connaître, qui tant bien que mal la représentent, s'étant constitués en comités de défense.

L'on peut dire que l'autorité de ces comités est moins réelle que morale, elle ne dépend pas essentiellement du nombre effectif des co-intéressés dont le comité a recueilli les adhésions, mais elle résulte de ce que la majorité des porteurs est considérée comme disposée à suivre ceux qui s'étant activement occupés des questions à résoudre doivent être réputés les mieux informés (2).

Nous allons examiner comment fonctionnent ces associations de porteurs de valeurs étrangères, quelles sont les caractéristiques de leurs procédures, et cela successivement pour la plus ancienne : The Corporation of foreign bondholders, puis pour l'Association nationale des porteurs français de valeurs étrangères.

En 1873, des paquets de titres d'emprunts du Honduras, du Paraguay, de Costa-Rica, de Saint-Domingue furent lancés sur le marché anglais sans qu'on eût pu connaître l'intermédiaire réel de cette négociation. Un effondrement se produisit peu après. Sir Henry James déposa une motion tendant à nommer une commission chargée d'en-

(1) Lacombe, Congrès 1900, Rapport n° 70.

(2) Guichard, *De la protection de l'épargne nationale et des syndicats de porteurs de valeurs étrangères*.

quêter sur les circonstances qui avaient accompagné l'émission de certains emprunts étrangers et sur les causes qui avaient amené la perte du capital ou la suspension du paiement des intérêts (1).

Le 3 avril 1876 (2) M. Lowe présenta un rapport sur les travaux de la commission d'enquête, mettant en lumière les fraudes qui avaient présidé à l'émission de ces titres d'emprunts. Le travail de la commission se terminait par une constatation de l'impuissance du pouvoir législatif qui s'en remettait au perfectionnement progressif de la moralité publique et à l'extension de la publicité de la presse.

Sir Henry James demandait l'année suivante à la Chambre des Communes de nommer une nouvelle commission d'enquête chargée d'examiner les règlements du marché financier et d'indiquer les réformes souhaitables. La commission fut nommée, mais ses travaux ne donnèrent aucun résultat.

A la même époque, en France, la Chambre des députés était saisie d'une proposition de M. Pascal Duprat, et adopta, sur le rapport de M. Dréolle et malgré l'opposition de M. Lockroy qui prétendait que le projet n'avait rien de pratique, une résolution aux termes de laquelle une commission parlementaire serait chargée « de faire une enquête sur les emprunts d'Etat étrangers négociés en France depuis le commencement de l'Empire, sur les pertes que ces emprunts ont fait subir aux capitaux français et sur les mesures qui pourraient être prises pour sauvegarder l'épargne nationale sans porter atteinte à la liberté du marché (3). Les événements politiques entraînèrent la

(1) 23 février 1875, *Annuaire de législation étrangère*, 1876, p. 13.

(2) *Annuaire de législation étrangère*, 1877, p. 8.

(3) Séance du 23 janvier 1877.

dissolution de la Chambre et la caducité de la résolution qu'elle avait votée (1).

Une association pour la protection des porteurs de valeurs étrangères ne devait se former en France qu'en 1898.

En Angleterre, la Corporation of foreign bondholders existait depuis 1868, elle s'était formée librement, par la seule initiative d'un certain nombre de capitalistes. En s'associant ils avaient souscrit £ 65.000 devant produire un intérêt maximum de 5 0/0.

En 1873, les événements que nous venons d'indiquer brièvement, prouvaient l'importance du rôle que pouvait remplir une semblable institution. La Corporation demanda une « License » au « Board of Trade », qui lui fut accordée le 1^{er} août 1873. La charte d'incorporation porte que « les revenus et capitaux de l'association, quelle que soit leur origine, ne devraient être employés que pour l'objet qui avait fait fonder l'association ». Il fallait donc que ses membres renonçassent à tous bénéfices individuels ; un certain nombre d'entre eux se retirèrent ; de 700 qu'ils étaient, ils furent réduits au nombre de 550.

Les membres de la Corporation étaient par la « license » de 1873 divisés en trois classes : 1^o membres permanents qui devaient verser £ 100 à la Corporation ; 2^o membres à vie et 3^o membres souscripteurs. Les sommes versées par les membres permanents étaient considérées comme prêts faits à la Corporation, productifs d'un intérêt de 5 0/0 par an, mais remboursables seulement quand la Corporation le déciderait ; la direction des affaires de la Corporation était confiée à un conseil (Council) qui ne devait, aux termes de l'article 33 de la license, être composé de plus de 30 membres.

(1) Lacombe, Congrès 1900.

Mais si la Corporation défendait les intérêts de l'épargne anglaise, elle faisait aussi d'excellentes affaires, ses fonds de réserve qui ne devaient être employés que pour les besoins sociaux devaient atteindre au 1^{er} décembre 1896 la somme de £ 100.000 après le remboursement des contributions des membres permanents.

Les membres de la Corporation désirèrent voir cette règle de 1873 abrogée, et pouvoir participer aux bénéfices. Déjà en 1893, sir John Lubbock, Chairman du Council cite dans son rapport annuel le passage suivant d'une lettre-circulaire émise par quelques membres de la Corporation : « Vous savez sans doute que de nombreux membres considèrent que ceux dont les apports financiers ont contribué à établir la Corporation, devraient en retirer un certain bénéfice (a substantial benefit) et l'on a toujours espéré que le Council prendrait tôt ou tard des mesures favorables, en ce sens, aux membres de la Corporation. Nous avons été, par conséquent, surpris et désappointés en apprenant par le discours du Chairman de la dernière assemblée générale que le Council n'a nullement l'intention de prendre telles mesures qui puissent faire participer les membres de la Corporation ni aux considérables capitaux qui ont été accumulés, ni aux profits qui seront réalisés plus tard. »

Le Chairman du Council rappelle que la License autorisant la Corporation fut accordée sous l'expresse condition que « les revenus et biens de l'Association, quelle que soit leur provenance, soient employés uniquement pour servir le but dans lequel l'Association a été fondée et qu'aucune portion n'en pourrait être versée directement ou indirectement par voie de dividende ou de quelque manière, aux personnes qui à quelque moment aient été membres de

l'association, qui le soient encore ou à toute personne agissant pour leur compte ».

« Une semblable distribution serait illégale, conclut sir John Lubbock, mais même en dehors de ce point de vue, ce ne serait admissible, le but principal de l'association est de créer une caisse qui à un moment donné, puisse suffire à faire les frais d'une efficace représentation des intérêts des porteurs d'emprunts étrangers.

« Il faudrait donc que — si ces distributions étaient légales — les revenus de la Corporation soient considérablement augmentés par une élévation des sommes modérées qu'elle touche dans le cas d'arrangements effectifs, pour pouvoir payer un intérêt appréciable aux porteurs de certificats. Enfin si ce procédé était accepté il diminuerait considérablement l'influence de la Corporation vis-à-vis des gouvernements étrangers, autrement dit, amoindrirait les forces qu'elle met au service des porteurs anglais. »

Malgré les efforts du Council la réforme proposée fut effectuée. En 1898, la Corporation of foreign bondholders fut reconstituée. Une assemblée générale réunie le 18 novembre 1897 par une circulaire adressée le 10 novembre, avait voté une résolution décidant que l'on devait soumettre à l'homologation du Parlement le projet de reconstitution soumis à l'assemblée (1). Résolution qui fut confirmée par une seconde assemblée tenue le 9 décembre. L'*Act to reconstitute the Corporation of Foreign Bondholders* fut enregistré par le Parlement le 25 juillet 1898.

(1) RESOLVED : « That the Bill entitled « A Bill to reconstitute the Corporation of Foreign Bondholders » submitted to this Meeting, be and is hereby approved and that the Council be and is hereby authorised to introduce such Bill into Parliament and take the necessary steps with a view of the same being passed into law, and to pay all expenses of and incidental thereto out of the funds of the Corporation. »

D'après l'article 4 dudit Act, l'objet et le but de la Corporation sont :

1° De veiller sur les droits et intérêts, et de protéger les porteurs de fonds publics de toute provenance, mais tout particulièrement ceux d'origine étrangère ou coloniale émis dans le Royaume-Uni ;

2° De collectionner et de conserver des documents statistiques, rapports et informations de tous genres ayant trait aux valeurs mobilières, de publier les dits, et les mettre à la portée du public ;

3° D'adopter toutes mesures pour la protection, défense, préservation ou réservation des droits et intérêts des porteurs de valeurs mobilières, soit dans une faillite soit lors d'une violation ou tentative de violation des conditions sous lesquelles les dites valeurs ont été émises et d'obtenir, pour ces porteurs, toute assistance légale ou autre, tous avis que la Corporation peut juger profitables et utiles ;

4° De négocier et d'obtenir, ou de faciliter la négociation, des arrangements, des ententes, pour la reprise des paiements de toute valeur en faillite, pour obtenir de nouvelles conditions aux termes desquelles les dites valeurs seront possédées à l'avenir, pour changer les dites contre de nouvelles, ou pour tout autre objet de cette nature. De représenter effectivement les porteurs de valeurs ;

5° D'entreprendre, mener à bien ou surveiller les conversions et les échanges de valeurs faits à la suite d'un arrangement ;

6° D'entreprendre, surveiller et prendre part à la collection et à l'emploi des revenus et fonds attribués au service de tel fonds public et pour cela de tirer, accepter, endosser ou négocier des lettres de change et autres instruments de crédit ;

7° De réunir des assemblées de porteurs pour convenir avec eux des mesures à prendre et de charger des comités d'agir en leurs noms ;

8° D'appointer des délégués et représentants en tous pays où il sera nécessaire.

9° D'une façon générale, d'agir au nom et dans l'intérêt des porteurs de valeurs qui auront confié les dits intérêts à la Corporation ;

10° D'assister toutes entreprises et de proposer toutes mesures favorables au maintien du crédit public et aux intérêts des propriétaires mobiliers et de s'opposer à tous projets et à toutes mesures qui leur seraient préjudiciables.

Le contrôle et la direction des affaires de la Corporation sont exercés par un Council composé de 21 membres (pouvant être porté à un maximum de 30). Le Conseil est renouvelable chaque année par tiers, les sept membres les plus anciens devant se retirer, ils sont rééligibles.

Les élections annuelles se font de la façon suivante :

Deux membres sont nommés par la Central Association of Bankers de Londres, deux par la Chambre de commerce, trois par le Council, desquels, deux au moins, doivent être possesseurs de cinq mille livres de valeurs étrangères. Chaque année le Council fixe une certaine somme, prise sur l'excédent des recettes annuelles, et qui est employée au rachat des certificats d'anciens membres permanents de la Corporation de 1893. L'on procède par voie d'adjudication au rabais avec maximum de 100 livres, ou au tirage au sort si les offres sont trop peu nombreuses.

Le Council agit souvent de sa propre initiative, il nomme, par exemple, le représentant britannique au conseil d'administration de la dette ottomane et plus d'une fois

il est intervenu, de lui-même, en faveur de porteurs de valeurs étrangères dont les intérêts avaient été méconnus. Mais sa procédure habituelle est de n'agir que par l'intermédiaire de comités spéciaux affiliés à l'association.

Quand un Etat étranger suspend ses paiements, ou dans toute autre circonstance où les droits des porteurs sont menacés ou atteints, le Council sollicité par ceux-ci, convoque une assemblée des bondholders et propose la création d'un comité. Ces comités peuvent agir, et agissent généralement, conformément aux statuts et règlements de la Corporation, mais ils ont toute liberté pour la conduite des négociations et des règlements, sont juges de la décision à prendre au sujet d'une opération à recommander ou non à la masse des créanciers. Le président et le vice-président du Council sont d'office membres des comités et, si cela paraît utile, un ou deux autres membres du Council peuvent être adjoints au comité. Il y a généralement de quinze à vingt comités différents comprenant au total environ deux cents membres. Le rapporteur du Council en 1895, s'exprimait ainsi au sujet des rapports existant entre le Council et les comités :

« On a dit que le Council devrait agir quand, à son jugement, un gouvernement n'a pas agi correctement avec ses créanciers. L'on doit se rappeler que, quand des propositions sont faites par un gouvernement pour modifier les conditions sous lesquelles un emprunt a été émis, le Council s'efforce d'agir en coopération avec les porteurs de titres de cet emprunt, par le moyen d'un comité nommé par ces porteurs en une assemblée générale.

« Quand on est enfin parvenu à une entente, un règlement, et que le comité juge que les meilleures conditions possibles, étant données les circonstances, ont été obte-

nues, le Council alors, juge généralement de son devoir quand le comité le lui a demandé, de soumettre les propositions à l'assemblée générale.

« C'est aux porteurs de titres de décider s'il est ou non de leur intérêt d'accepter cette offre, après avoir eu entre les mains toutes les informations qu'à pu réunir soit le Council, soit le comité.

« Le Council marche toujours d'accord avec les comités nommés par les bondholders et les propositions qui lui sont faites sont toujours reçues avec la plus grande bienveillance ; mais le dernier mot reste toujours aux bondholders. Le Council croit que la meilleure façon, pour lui, de protéger les intérêts qu'on veut bien lui confier est d'aider les comités spéciaux de son expérience et de ses avis, mettant tous documents à leur disposition et avançant les fonds nécessaires pour engager les négociations.

« Le fait que le système a toujours donné de bons résultats est la preuve des cordiales relations qui existent entre le Council et les bondholders, et l'utilité de notre institution est prouvée par ce fait que la Corporation s'est entreprise en divers négociations et règlements avec des gouvernements étrangers, pour des sommes qui formeraient le total énorme de un milliard de livres » (1).

Nous donnons en annexe l'historique de quelques dettes sud-américaines, qui ont motivé l'intervention de la Corporation of foreign bondholders, ainsi qu'une série des listes.

(1) Le président du Council a un traitement de £ 1.000, le vice-président de £ 500 et les autres membres de £ 100. Les membres des comités peuvent recevoir un honoraire, en moyenne ils n'ont jamais touché plus que £ 5 par an au dehors du traitement fixe de £ 100. Les placements de la Corporation représentent environ £ 120.000 donnant un revenu annuel de £ 4.000 à £ 5.000.

publiées par le Council, des sommes laissées en souffrance par certains Etats débiteurs, comme un exemple des résultats obtenus par cette association.

**L'Association nationale des porteurs français
de valeurs étrangères.**

Ce n'est pas à l'initiative individuelle que revient l'honneur de la création de l'institution qui, en France, représente la lutte de l'initiative privée pour la défense des intérêts des porteurs de valeurs et fonds étrangers.

Déjà des comités spéciaux avaient été formés, qui rendirent des services appréciables avant 1898, date de la fondation de l'*Association nationale*. Mais l'initiative privée ne sut grouper ces différents comités, généraliser cette action, créer une institution permanente d'utilité publique.

M. Cochery, ministre des finances, lors de la préparation de la loi du 13 avril 1898 qui réorganisait le marché financier, demanda à la Chambre syndicale des agents de change, comme charge de la disposition qui allait renforcer leur privilège, de constituer une association de défense et de faire face aux frais de premier établissement.

M. Labrousse, dans un article de la *Revue politique et parlementaire* (1) écrit à cette époque, aurait voulu que la Chambre syndicale acceptât de créer et de surveiller ce qu'il appelait une « condition » des valeurs mobilières ; le gouvernement ne pouvait assumer ce rôle d'historiographe sans faire du socialisme d'Etat, il en était de même pour la municipalité et, d'autre part, la Chambre de commerce s'est toujours volontairement écartée de tout ce qui touche au commerce des valeurs mobilières.

(1) *Rev. pol. et parlementaire*, 1896, t. IV, p. 132.

Conformément à la promesse qu'elle en avait faite, la Chambre syndicale organisa l'association, qui fut constituée le 24 décembre 1898, en faisant appel aux concours qu'elle jugea les plus autorisés pour mener à bonne fin cette œuvre d'utilité générale.

Mais la Compagnie des agents de change se souciant peu d'accepter une responsabilité, même morale, de la direction des capitaux créa l'association en dehors d'elle ; seule, la présence au conseil général de M. Herbault, syndic honoraire, indiquait le lien existant entre la Chambre syndicale et la société à la fondation de laquelle elle avait présidé.

Ce qui distingue tout particulièrement l'Association nationale de la Corporation anglaise, c'est que ses statuts lui interdisent, aux termes du paragraphe 9 de l'article 2 : « toute opération financière ou de bourse », c'est ce que M. Machart rappelait dans un discours à l'assemblée générale du 19 juin 1900, en même temps qu'il précisait quels rapports existaient entre les pouvoirs publics et l'Association :

« Les relations qu'elle entretient avec les pouvoirs publics n'en font nullement une institution officielle ; elle garde la pleine et entière indépendance de ses actes. Le ministre lui-même tient à ce qu'il en soit ainsi ; il l'a montré en exigeant que le président ne conservât point d'attaches avec l'administration. Mais l'Association trouve auprès du gouvernement un appui très précieux, un appui exclusif. Il a été déclaré que les intérêts en souffrance au dehors ne seraient écoutés qu'à la condition d'employer son intermédiaire. L'assurance en a été formellement donnée, et pour qui connaît les traditions administratives, c'est une promesse qui ne vient pas du ministre des finances personnellement, mais du département lui-même. Le

ministre des affaires étrangères reconnaît également l'Association comme l'organe attitré des porteurs.

« Le seul but de l'Association est la défense des capitaux français engagés à l'étranger. Elle s'est interdit par ses statuts toute opération financière. Il faut que le caractère absolument désintéressé de son action soit hautement proclamé, et qu'il ne puisse exister à cet égard le moindre doute dans le public.

« Il peut arriver, en effet, que dans les affaires dont une semblable institution est appelée à s'occuper, les intérêts de porteurs français se trouvent opposés les uns aux autres, par exemple, les intérêts des actionnaires vis-à-vis des obligataires. L'importante affaire des Chemins de fer du Nord de l'Espagne en est un exemple. En prenant en mains la cause de l'une des parties, l'Association peut se trouver en opposition avec l'autre, et, comme elle doit très souvent, pour garantir ses mandants contre les déceptions de l'avenir, préparer des transactions, il faut que son impartialité soit indiscutée et qu'on sache bien, de part et d'autre, qu'elle ne s'inspire que de l'équité et des nécessités de la situation. »

Le Council de la « Corporation » anglaise, avant l'Act de 1898, avait fait tous ses efforts pour que l'institution gardât un caractère de désintéressement, et les observations qu'il fit aux bondholders à ce sujet contiennent tous les arguments qu'on peut émettre en faveur de ce principe.

Le concours de l'Association nationale est absolument gratuit, mais en 1901, le conseil général de l'Association a décidé qu'elle pourrait réclamer à l'avenir le remboursement des dépenses faites par les comités fonctionnant sous ses auspices, aux sociétés et gouvernements débiteurs dont la situation aurait nécessité ces débours.

« En sorte que tout en observant rigoureusement le principe de la gratuité absolue de son concours personnel, l'Association n'a pas à craindre d'être arrêtée dans ses interventions par la perspective de dépenses qui arriveraient promptement à dépasser son budget » (1).

La « Corporation » anglaise ne s'occupe guère que des fonds d'Etat, au contraire, l'Association nationale a défendu et défend les intérêts de porteurs des valeurs les plus diverses, en feuilletant la série de ses rapports annuels on peut voir que de sa propre initiative, ou sur la demande des intéressés, elle a groupé, ou s'est rattaché, des comités de défense pour les affaires suivantes :

Chemins de fer du Nord de l'Espagne, chemins de fer Andalous, gaz de Madrid, billets hypothécaires de Cuba, dette extérieure de l'Espagne, mines d'or, chemins de fer Beyrouth-Damas-Hauran, dette extérieure de Saint-Domingue, chemins de fer du Sud de l'Espagne, emprunt de l'Etat de Espirito Santo, chemins de fer du Sud de l'Autriche (lombards), dette ottomane, société des houillères de Makeevka, fonds vénézuéliens, houillères de la Russie méridionale, dette du Honduras, chemins de fer portugais de la Beira-Alta, société des sucreries et de la Raffinerie d'Egypte, banque nationale du Mexique, etc.

Aux termes de ses statuts, l'Association nationale, dans le but de l'organisation de la représentation des porteurs français, et en vue de la protection des capitaux de l'épargne nationale placée à l'étranger, doit :

1° Constituer toutes archives dans lesquelles seront réunis et classés tous documents, renseignements et informations concernant les valeurs étrangères émises ou négociées en France ;

(1) *Rapport*, 1901-1902.

2° Entretenir à l'étranger tous correspondants, mandataires ou agents ;

3° Publier tous recueils ou bulletins relatifs à l'objet social ;

4° Convoquer toutes assemblées de porteurs en vue de délibérer sur l'intérêt commun, d'arrêter toutes dispositions et de convenir de toutes mesures à prendre pour la défense de leurs droits ;

5° Constituer ou provoquer la constitution de tous groupements, comités ou syndicats partout où besoin sera ; les représenter ou les faire représenter tant en France qu'à l'étranger ;

6° Prendre toutes mesures, présenter toutes requêtes et adresser toutes protestations aux pouvoirs publics ; provoquer l'intervention et solliciter l'appui du gouvernement français ;

7° Intervenir, s'il y a lieu, au nom des porteurs ; agir dans leur intérêt par les voies amiables ou autres, et ce par tous les moyens utiles ;

8° Entrer en rapport avec toutes institutions ou comités organisés à l'étranger, ayant un but ou des intérêts similaires, en vue d'une action commune à exercer ;

9° En un mot, faire tout ce qu'il appartiendra pour la défense des intérêts des porteurs français de valeurs étrangères négociées en France et de la sauvegarde de leurs droits.

L'Association est administrée, sous le contrôle et la haute inspiration d'un *Conseil général*, par un *Comité de direction*.

Le conseil général est nommé par les membres de l'Association et pris parmi eux. Il est composé de 9 membres au moins et de 15, au plus, élus à la majorité.

Le conseil général nomme un président et un vice-président, pris dans son sein ou en dehors, et qui sont, en même temps, Président et Vice-Président de l'Association.

Le conseil général nomme dans les mêmes conditions le Directeur de l'Association.

Il choisit également un secrétaire, qui n'a que voix consultative, s'il est pris en dehors du conseil.

Le conseil général a pour mission de veiller à ce que l'Association ne s'écarte en rien de son but et de ses règles statutaires. Il lui est, à chacune de ses séances, rendu compte des actes, décisions et délibérations du comité de direction.

Le comité de direction se compose du vice-président, du directeur de l'Association, et de deux autres membres nommés au scrutin secret par le conseil général et choisis parmi les membres de l'Association.

Le vice-président de l'Association est de droit président du comité de direction.

Le président du conseil général, président de l'Association, assiste, quand il le juge à propos, aux délibérations du comité de direction et, dans ce cas, il en prend la présidence.

Le comité de direction est renouvelable tous les cinq ans. Les membres sortants sont rééligibles.

Le directeur est chargé de l'exécution des décisions du comité de direction.

Le comité désigne dans son sein un trésorier ; cette fonction peut être confiée au directeur.

Le comité choisit également un secrétaire, qui n'aura voix délibérative que dans le cas où il aura été pris dans le sein du comité.

Il se réunit une fois par mois, au moins, et plus fréquemment si les circonstances l'exigent, sur la convocation de son président ou du directeur.

Le comité ne délibère valablement que si trois de ses membres sont présents.

Les délibérations sont prises à la majorité des membres présents ; en cas de partage, la voix du président est prépondérante. Elles sont constatées par des procès-verbaux portés sur un registre et signés par le président de la séance et par le secrétaire.

Le registre des délibérations reste toujours à la disposition du président de l'Association ; il est produit au conseil général à chacune de ses séances.

L'article 20 des statuts fixe les pouvoirs de ce comité de direction, qui sont les plus étendus :

Il autorise et règle toutes dépenses ; il représente l'Association vis-à-vis des pouvoirs publics et des tiers, c'est lui qui convoque les assemblées de porteurs, qui organise les syndicats, comités ou groupements de porteurs, il assure et dirige le fonctionnement administratif de l'institution.

Les membres de l'Association doivent s'engager à en faire partie pendant cinq ans et à payer une cotisation annuelle de 4.000 francs ; les membres associés sont au nombre de 25, nombre qui chaque année peut être modifié par l'assemblée générale.

L'Association admet des adhérents en nombre illimité ; les adhérents n'ont pas la qualité d'associés.

Les adhérents paient une cotisation annuelle dont le chiffre est fixé par le conseil général (1). Cette cotisation

(1) La cotisation des membres adhérents est fixée à 2 francs ; 12 francs pour ceux qui désirent recevoir toutes les publications de l'Association.

peut être rachetée par un versement unique dont le montant est également déterminé par le conseil général et ne peut être supérieur à 500 francs (1).

Associés et adhérents peuvent (art. 12) avoir communication des dossiers que l'Association a constitués relativement aux valeurs étrangères.

Les ressources pécuniaires de l'Association sont les suivantes :

1° Les cotisations des associés, les versements des adhérents ou le capital de rachat lorsqu'il y a lieu ;

2° Les subventions qui pourront être accordées dans les termes de l'article 6 de la loi du 2 juillet 1901 ;

3° Les sommes qui pourront être versées à titre d'indemnité, de contingent dans les frais généraux, ou de remboursement des dépenses, par les intéressés et notamment par les divers comités spéciaux auxquels l'Association aura assuré le concours de ses divers services ;

4° Les dons et legs (lorsque l'Association aura demandé et obtenu la déclaration d'utilité publique) ;

5° Les revenus des bonis de l'Association.

L'Association tient une assemblée générale, dans le courant du premier semestre de chaque année, au jour et au lieu fixés par le président du conseil général, cette assemblée générale peut être convoquée extraordinairement, en cas d'urgence, par le conseil général ; elle se compose des membres associés.

Les adhérents peuvent assister à l'assemblée générale, mais avec voix consultative seulement.

Le directeur représente l'Association quand celle-ci est obligée d'estimer en justice et ce, en vertu du mandat *ad*

(1) Elle peut être rachetée par un versement de 100 francs.

litem, à lui généralement conféré par l'article 28 des statuts.

L'Association nationale a été fondée à la demande du gouvernement et demeure en quelque sorte sous son patronage, mais à une institution de ce genre une pleine indépendance est nécessaire.

Il peut exister une entente entre les pouvoirs publics et l'Association, qui sans aliéner sa liberté, facilite sa tâche.

Le rapporteur du comité de direction disait à ce sujet le 29 juin 1901 :

« L'Association avait déjà reçu l'assurance de trouver auprès du gouvernement un concours actif et un appui exclusif. Ce concours précieux et permanent n'a cessé de lui être donné ; c'est ainsi que, chaque fois qu'il a été utile, l'Association a pu faire présenter ou appuyer ses observations et ses réclamations par les représentants de la France auprès des gouvernements étrangers. Le ministère des affaires étrangères nous a constamment fait part des renseignements qui pouvaient être utiles à la défense des porteurs, et a transmis à ses agents à l'étranger les demandes que nous lui avons adressées à ce sujet. »

Pour défendre les intérêts de porteurs de fonds d'Etat, l'Association emploie sensiblement les mêmes moyens que la Corporation, les comités se mettent en rapport avec les représentants du pays débiteur, envoient au besoin des délégués et s'efforcent en des conférences, par des réclamations, notes et mémoires appuyés au besoin des démarches des agents diplomatiques ou consulaires, d'amener le gouvernement étranger à s'entendre avec les porteurs pour adopter en commun un arrangement, un compromis exécutable pour le débiteur et satisfaisant pour les créanciers.

Quand il s'agit de valeurs émises par des sociétés, l'Asso-

ciation peut avoir à plaider devant des tribunaux français ou étrangers. Quand il s'agit d'obligations émises par des sociétés étrangères et qu'après être arrivés à un règlement, une entente (ou pour y arriver), les porteurs désirent, peu confiants, garder un contrôle permanent sur les opérations de la société qui déjà, a mis leurs intérêts en péril, on forme une société civile d'obligataires qui, aux lieu et place du comité, représente les intérêts des créanciers contre la société débitrice.

Le droit des obligataires de constituer une société a été reconnu et affirmé par M. Thaller dans les *Annales de droit commercial*(1) :

« Au moment de la souscription, les obligataires loin de faire des opérations de prêt isolées les unes des autres se trouvent au contraire unis par une façon de lien social en tant que subordonnant à un concert réciproque leurs intérêts de prêteurs. De telle sorte qu'ils forment entre eux une véritable société en regard de celle qui a eu recours à l'emprunt. Cette société, que rien ne révèle, existe au fond des intentions et se continue pendant le temps à parcourir, jusqu'au remboursement des dernières obligations » (2).

On trouvera aux annexes, un historique de l'affaire du Gaz de Madrid, exposant les pourparlers engagés entre l'Association, le comité de porteurs, et la société débitrice et la transmission du soin de défendre les obligataires à une société formée entre ceux-ci.

(1) 1894, n° 2, p. 49.

(2) Le droit des obligataires ainsi proclamé par M. Thaller, a donné lieu à de nombreuses controverses et n'est généralement pas admis. En fait, l'Association doit, pour pouvoir former une telle société, obtenir le consentement de la société débitrice.

Les nombreuses affaires où l'Association nationale est heureusement intervenue, le grandissant développement de son influence, permettent, malgré sa fondation encore récente, de la placer à côté de la Corporation of foreign bondholders comme un utile instrument d'action pour assurer la sécurité des porteurs de valeurs étrangères.

L'*Association pour la défense des détenteurs de fonds publics* (1) d'Anvers est moins une association qu'une fédération de comités particuliers. L'Association se compose des membres faisant partie de ces comités dont chacun conserve son individualité très nettement marquée, son bureau, son secrétariat et son siège social. Mais comme les mêmes personnalités se trouvent fréquemment dans plusieurs comités, que d'autre part les membres d'un comité dissout, demeurent membres du comité central de l'Association, celle-ci semble devoir peu à peu se centraliser davantage et imprimer une direction générale à la politique suivie par les comités spéciaux (2).

Malgré les mots « fonds publics » de la devise de l'Association, elle comprend des comités de porteurs de titres émis par des sociétés, en 1906 les comités faisant partie de l'Association d'Anvers étaient ceux des détenteurs de fonds argentins, uruguayens, vénézuéliens, portugais, paraguayens, brésiliens, espagnols et cubains, et des titres émis par la *Société anonyme pour le commerce colonial*, et la société anonyme *La coloniale industrielle*.

Les statuts ont posé en principe le désintéressement absolu de tous les membres de l'Association, ils ne doivent se partager de bénéfices ni prétendre à aucun droit sur les fonds de réserve.

(1) Statuts aux annexes.

(2) Guichard, *op. cit.*

CHAPITRE II

ACTION POLITIQUE

Quand par leur propre action, leurs demandes, leurs représentations, tous leurs efforts, les porteurs de valeurs étrangères coalisés ne peuvent obtenir de leur débiteur une satisfaisante transaction, leur ressource suprême est de s'adresser à leur gouvernement, de lui demander de protéger leurs intérêts menacés, d'appuyer de son autorité influente leurs justes réclamations.

Que si, de la part de l'Etat, il y a simple démarche d'un agent diplomatique donnant un conseil, représentation amicale, attirant l'attention du gouvernement étranger sur l'intérêt qu'il a de ne pas ruiner son crédit en ruinant ses créanciers, cela, sans exercer de pression, en laissant ce gouvernement libre de tenir compte de cette requête ou de la rejeter, on ne peut dire que l'Etat outre passe ses droits vis-à-vis des autres Etats, il n'y a pas ce que la terminologie du droit international public désigne par le mot *intervention*.

Il y a intervention quand de sa propre autorité un Etat s'immisce dans les affaires d'un autre Etat indépendant pour lui imposer sa manière de voir, ou une certaine règle de conduite en un point quelconque de sa politique intérieure ou extérieure.

Il ne s'agit pas d'une démarche toute amicale comme celle que nous avons d'abord supposée, c'est une réelle

immixtion, une mise en demeure sous-entendant une menace ; car l'intervention diplomatique souvent n'est que le prélude d'une intervention armée.

L'intervention, par la plupart des auteurs, est considérée comme une grave atteinte aux droits fondamentaux d'un Etat indépendant, l'on formule généralement cette idée en disant qu'il n'existe pas un droit d'intervention, mais bien au contraire un *devoir de non intervention*.

Ce principe qui pour certains est absolu, est chez d'autres, tempéré de quelques exceptions, les uns soutiennent que l'intervention peut être permise quand ce sont des raisons d'humanité qui la motivent, d'autres l'admettent quand elle est l'œuvre collective des grandes puissances, d'autres enfin la jugent légitime dans l'intérêt de la conservation de l'Etat intervenant et pour l'espèce particulière qui nous occupe, considèrent que défendre sa propre fortune mise en péril en même temps que celle de ses nationaux fait partie du droit de conservation d'un Etat.

Même alors, l'intervention n'est justifiée qu'après que tous les autres moyens ont été épuisés.

Il ne s'agit pas uniquement de savoir si le devoir d'un Etat vis-à-vis des autres Etats, lui permet d'intervenir mais aussi, et auparavant, si cet Etat doit à ses nationaux créanciers de l'étranger d'intervenir en leur faveur.

L'on juge généralement que si l'Etat doit aide et protection à chacun de ses nationaux, il a surtout la mission de ne pas compromettre les intérêts généraux dont il a la garde, tous les intérêts particuliers doivent s'effacer devant l'importance supérieure de la sécurité et de la prospérité générale de la nation. Les intérêts des particuliers ne doivent donc être protégés qu'autant que cette protec-

tion est compatible avec cette mission primordiale du gouvernement.

Lord Palmerston dans une dépêche de janvier 1848, a clairement précisé ce caractère de l'intervention en matière financière :

« Il ne peut exister pour le gouvernement anglais aucune obligation juridique de défendre les intérêts et les droits des sujets de la Reine à l'égard d'un Etat en banqueroute. Ceci est remis entièrement à la discrétion du gouvernement anglais qui est libre de faire ou de ne pas faire des démarches diplomatiques au profit des sujets anglais lésés dans leurs intérêts par la faillite ou les opérations financières de l'Etat étranger débiteur. Le gouvernement se laissera guider en ces cas, exclusivement par des considérations de convenance et de politique » (1).

Lord Palmerston jugeait d'ailleurs que les porteurs de fonds étrangers ne méritaient guère l'appui de leur gouvernement : « Confier ses capitaux à des gouvernements étrangers, c'est faire acte de spéculation; souscrire à un emprunt ouvert par un gouvernement étranger, acheter à la Bourse des obligations étrangères, c'est une opération commerciale ou financière; le risque qui se joint à toutes les opérations de ce genre est également inséparable des souscriptions aux emprunts d'Etat; les créanciers ne devraient pas perdre de vue l'éventualité de la banqueroute et ne doivent s'en prendre qu'à eux-mêmes s'ils perdent leur argent. »

(1) « It is therefore, simply a question of discretion with the British Government whether this matter should or should not be taken up by diplomatic negotiations, and the decision of that question of discretion turns entirely upon British and domestic considerations. »

Appréciation qui peut paraître, à l'heure actuelle, d'une excessive sévérité. Le premier passage cité n'en admet pas moins le droit à l'intervention du gouvernement dont les sujets sont lésés, s'il est contraire à l'intervention obligatoire.

M. Pradier-Fodéré pose en principe que « ni le droit constitutionnel, ni le droit international ne font aux gouvernements un devoir de protéger dans le domaine des relations internationales toutes les opérations commerciales et financières plus ou moins risquées de leurs nationaux respectifs. » (1).

« Si on reconnaît ce devoir des gouvernements, disait également M. de Martens, il faut le reconnaître pour tous les cas d'insolvabilité des gouvernements étrangers et ne point faire de différence entre ceux-ci à l'égard desquels une telle protection peut se réaliser sans danger et ceux-là qui ne permettraient jamais une intervention étrangère entre eux et leurs créanciers, le Droit ne connaît aucune distinction pareille ; si le devoir de protection existe, il doit exister pour tous les cas essentiellement semblables et à l'égard de tous, forts ou faibles. »

Cette distinction se produit souvent en fait. Les Etats interviennent plus ou moins fortement avec plus ou moins de vigueur, ou n'interviennent pas du tout, suivant qu'il s'agit d'un Etat faible ou puissant ; c'est, constate M. Politis à ce sujet, cette pratique qui est le meilleur argument contre le droit d'intervention, parce que en effet si ce droit existait juridiquement il n'y aurait pas lieu de faire de distinction et il devrait s'exercer de la même manière à l'égard de tous.

Raisonnement qui ne paraît pas absolument péremptoire ; la sanction du droit coutumier international est

(1) *Traité de droit international public.*

encore la guerre. La nécessaire prudence que doit observer un Etat l'obligerait à ne pas réclamer le droit le plus indiscutable, le plus absolu, d'un Etat plus puissant qui confiant en la force de son armée violerait sciemment le droit des gens.

Certains auteurs ont cru devoir, pour expliquer cette discordance entre les principes reconnus et les faits, distinguer deux droits internationaux : le droit international théorique ou tel qu'il devrait être, et le droit international pratique, tel qu'il est. Le premier ne reconnaît pas aux gouvernements étrangers le droit ou le devoir d'exiger d'un Etat débiteur l'exécution de ses engagements ; d'après le second, la protection accordée par un gouvernement à ses nationaux créanciers à l'égard d'un Etat étranger dépend exclusivement de considérations de convenance et de politique (1).

Si l'on considère les différentes espèces de ce droit international tel qu'il est pratiqué, on constate que la simple inexécution des engagements contractés envers les prêteurs, dont la cause serait la réelle impossibilité où se trouverait l'Etat de faire face à toutes ses dettes, ne peut justifier une intervention. D'accord avec la doctrine, sur ce point, les Etats ne jugent pouvoir intervenir que lorsqu'il y a eu déni de justice ou mauvaise foi. « Le fait pour un Etat de contracter des dettes est un acte de souveraineté, le fait de les payer est un acte parfaitement distinct du premier, écrivait M. Rolin Jaequemyns (2), la preuve qu'il en est ainsi, c'est que, dans nos pays constitutionnels, le paiement des intérêts et l'amortissement du capital de la dette publique n'ont lieu chaque année qu'en

(1) Pradier-Fodéré, *op. cit.*

(2) *Revue de droit international et de législation comparée*, 1869, p. 146.

vertu d'un acte nouveau émané du pouvoir législatif dans la plénitude de son indépendance. Sans doute cet acte ne crée pas l'obligation, mais il la sanctionne. S'il en est ainsi, le règlement des dettes d'un Etat ne peut, pas plus que leur création, donner lieu — du moins en règle générale — à une immixtion étrangère. Il n'y aurait lieu à se plaindre et à agir que si dans le règlement de la dette on favorisait systématiquement certains créanciers aux dépens des autres, et si au nombre de ces derniers se trouvaient les nationaux d'un Etat déterminé ; celui-ci pourrait voir dans un pareil acte un fait d'hostilité caractérisé dont il aurait à se défendre ou à protéger ses nationaux. »

C'est une question d'appréciation fort délicate pour laquelle il ne saurait être établi de règles précises d'application. L'on pourrait donner de nombreux exemples du refus des gouvernements d'intervenir quand il n'y a pas eu mauvaise foi ou inégalité de traitement. Les gouvernements européens n'ont pas voulu en 1869 quand l'Autriche et l'Italie, sous la forme d'un impôt sur les coupons de rente, réduisirent le paiement de leurs dettes, exemple suivi peu après par l'Argentine, l'Espagne et le Portugal ; ce dernier en 1891 diminuait des $\frac{2}{3}$ le montant du coupon. Le gouvernement français interpellé au Sénat par M. de Sal (1), ne se reconnut, ni le droit, ni le devoir d'intervenir en faveur des porteurs français tant que le gouvernement portugais ne créerait pas d'inégalités au profit de certains créanciers.

Il déclarait d'ailleurs se réserver de conformer son action aux circonstances, réserve qui visait, sans doute, l'hypothèse d'une mauvaise foi ou d'un mauvais vouloir indiscutable de la part du gouvernement portugais.

(1) *Journal officiel*, 13 juillet 1892.

En octobre 1894, quand le gouvernement hellénique réduisit des 2/3 le paiement des coupons de l'emprunt extérieur, M. de Caprivi, chancelier de l'Empire, opposa une fin de non-recevoir aux délégués des comités de porteurs allemands qui lui avaient adressé une pétition sollicitant l'intervention du gouvernement.

Si la légitimité du droit d'intervention est difficile à établir, si la plupart des auteurs ne l'admettent pas, il faut cependant reconnaître qu'en pratique elle peut avoir d'heureux résultats, elle pourra souvent et utilement amener l'Etat débiteur à accepter des moyens amiables en vue de faciliter la solution des questions litigieuses.

En ce qui concerne l'ingérence financière étrangère, le droit international la condamne plus nettement encore, c'est en quelque sorte l'établissement d'une intervention permanente, l'aliénation partielle de la souveraineté d'un Etat indépendant qui a le droit de, seul, assurer l'administration de ses finances.

Mais bien que condamnées par la doctrine, ces immixtions ont donné d'heureux résultats plus encore que la simple pression, l'intervention diplomatique ; non seulement au point de vue des créanciers dont elles ont sauvegardé les intérêts, mais aussi pour l'Etat lui-même dont elles ont rétabli la prospérité et restauré les finances. L'ingérence étrangère dans les finances de certains Etats a eu pour effet de raffermir leurs crédits, d'introduire en leurs administrations des habitudes d'ordre et d'économie jusques alors ignorées ou négligées. Les économistes comme les financiers sont unanimes à déclarer que les valeurs égyptiennes sont maintenant parmi les plus sûres et offrent un placement de premier ordre aux rentiers, l'effet, pour les deux autres pays où les puissances étrangères ont établi une administration

de contrôle international de leurs finances, la Turquie et la Grèce, n'a pas été, pour eux, moins salulaire, sans que pour cela on puisse conclure que le moyen est juste et légitime.

« Ce qui s'est passé pour l'Égypte et la Turquie, écrit M. Murat (1), s'explique par les circonstances exceptionnelles dans lesquelles les faits se sont produits. On se trouvait en face de gouvernements où l'arbitraire du souverain était la seule règle, où l'imprévoyance et le gaspillage étaient sans limites. Il faut également tenir compte de la différence du degré de civilisation. D'autre part, les interventions en Turquie ont été si nombreuses que l'exception, pour elle, est devenue la règle, que l'intervention est devenue un des principes fondamentaux du droit international de l'Europe dans ses rapports avec le monde musulman ; alors que les puissances intervenaient à tout moment pour des raisons privées, il était naturel qu'elles le fassent pour protéger les intérêts pécuniaires de leurs nationaux. »

En ce qui concerne la Grèce, la situation était sensiblement différente, il ne se faut pas dissimuler que le contrôle établi en 1897 est un fait très grave, peut-être même, dit M. Murat, un symptôme significatif d'un mouvement d'opinion favorable aux interventions. La Grèce a en effet « droit de cité dans le concert européen » et jouit du même degré de civilisation que les autres puissances. Mais elle a eu l'infortune de ne pas être victorieuse des Turcs au moment où elle venait d'encourir avec une insouciance assez désinvolte les malédictions de ses créanciers.

Eût-elle été favorisée par la fortune des armes, que les

(1) *Contrôle international financier de l'Égypte, de la Grèce et de la Turquie.*

plaintes et protestations de ces créanciers seraient très probablement restées sans écho comme en 1894.

EGYPTE (1).

Le Khédive Ismaïl Pacha, qui en douze ans emprunta environ deux milliards et demi de francs à des taux usuraires, sa prodigalité, causèrent les embarras financiers de l'Égypte. Ismaïl trouvait aisément des prêteurs qui escomptaient ses serghis ou bons du Trésor, ensuite consolidés en rentes qu'on écoulait sur les marchés de Londres et de Paris. Le rapide développement économique de ce pays, les gros intérêts des fonds émis permettaient de placer facilement les titres de rente égyptien.

Mais en 1875, la Turquie avait suspendu ses paiements ; l'Europe s'occupa de la situation financière de l'Égypte, elle examina le compte des emprunts du vice-roi, et à la suite de cet examen le crédit disparut brusquement et le Khédive se trouva dans l'impossibilité de contracter de nouveaux emprunts. Pour éviter une intervention des puissances dans les affaires du pays, prétextée par une faillite, il demanda à l'Angleterre de lui envoyer des agents capables de rétablir l'ordre dans ses finances.

Le gouvernement envoya M. Stephen Cave chargé de faire un rapport sur les finances égyptiennes ; le rapport n'était pas publié, quand en mars 1876 le Khédive à bout d'expédients, ayant à payer sous peu les coupons d'avril, s'adressa pour obtenir des fonds aux gouvernements anglais et français. Ce fut un échec, et le 8 avril la suspen-

(1) Nous nous sommes servis pour ces brèves indications sur le contrôle financier en Égypte, en Turquie et en Grèce, de l'étude de M. Murat et des rapports de MM. Herbault (n° 166) et Léon Berger n° 121) au Congrès international des valeurs mobilières de 1900.

sion des paiements était un fait accompli : un avis était affiché à la Bourse d'Alexandrie, annonçant la prorogation à trois mois des coupons d'avril et de mai.

Le rapport de M. Cave fut publié peu de temps après, il résumait la situation de la dette égyptienne en 1875, évaluait le total des engagements du gouvernement égyptien et montrait l'emploi qui avait été fait des sommes empruntées. Il résultait de cette situation que la somme produite par les recettes était inférieure à ce que demandaient l'administration, le tribut de la Porte, les travaux d'utilité publique et les dépenses extraordinaires. Pour la lourde dette, il n'y avait rien à mettre en regard, en dehors du canal de Suez ; le produit total des emprunts ainsi que celui de la dette flottante ayant été absorbés par le paiement de l'intérêt et de l'amortissement.

Le Khédive décida (décret du 7 mai), d'unifier la dette ; toutes les dettes de l'Etat, de la Daïra-Sanieh (caisse de la liste civile du Khédive), tous titres et obligations étaient unifiés en une dette générale dont les titres porteraient 7 0/0 d'intérêt, amortissables en 65 ans.

La dette générale unifiée se trouvait par cette opération être de 91 millions de livres sterling.

Des revenus spéciaux étaient attribués à cette dette.

Une caisse de la dette publique administrée par des commissaires européens désignés par le gouvernement et reconnus par le Khédive, était créée par le décret du 7 mai 1876.

Cette consolidation ne donna pas entière satisfaction au public ; on lui reprochait de ne pas donner de suffisantes garanties aux porteurs de nouveaux titres, on craignait que les commissaires européens ne fussent que de simples fonctionnaires égyptiens dépourvus de l'autorité et de l'im-

portance convenant à la grandeur de leur tâche; on se plaignait également de l'assimilation de la dette de la Daira-Sanieh à la dette de l'Etat.

MM. Joubert et Goschen représentants de la France et de l'Angleterre soumirent alors un projet de règlement de la dette, au vice-roi, projet qui devint le décret du 18 novembre 1876.

Au lieu d'épuiser le pays par des emprunts successifs qui ne pourraient plus se faire que dans les conditions les plus onéreuses, MM. Joubert et Goschen avaient pensé qu'il fallait venir en aide à l'Egypte, consentir pour un temps à une réduction de l'intérêt primitivement promis (6 au lieu de 7 0/0). Le capital nominal de la dette devait être réduit de 91 millions à 59 millions de livres sterling.

La dette de la Daira-Sanieh cessa d'être confondue dans la dette de l'Etat. Elle s'élevait alors à 9 millions de livres; on en fixa l'intérêt à 6 0/0, et 2 0/0 furent affectés à l'amortissement. Mais il fut stipulé que lorsque la dette serait réduite à 5 millions de livres l'intérêt serait de 6 0/0.

Les chemins de fer étaient détachés du budget général, et une commission européenne (deux Anglais et un Français) devrait en assurer l'administration. Les revenus des chemins de fer, postes et télégraphes devenaient libres par cette nouvelle organisation des finances, ce qui permit de faire une émission de 17 millions de livres en obligations auxquelles on donna le nom de dette privilégiée.

Le décret du vice-roi daté du 18 novembre 1876 ratifia, comme nous l'avons dit, ces diverses stipulations.

Il était stipulé en outre :

1° Qu'il y aurait deux contrôleurs généraux, l'un Anglais, l'autre Français ;

2° Que les commissaires chargés dans les provinces du recouvrement des impôts seraient Anglais.

3° Qu'il serait créé un nouveau commissaire de la dette publique, ce qui porterait désormais le nombre des commissaires à quatre, soit : un Anglais, un Français, un Italien et un Autrichien ;

4° Il était alloué au Khédive pour les frais d'administration et ses dépenses personnelles, une somme annuelle de 4 millions de livres sterling.

L'opinion publique européenne n'était pas satisfaite, on demandait qu'une commission d'enquête fût officiellement chargée de se rendre compte de l'état réel des finances et des revenus du pays. Le Khédive fut peu à peu amené à rétrocéder une partie importante de ses biens à l'Etat. Sur ces biens on prit une hypothèque de premier rang qui fut affectée à la garantie de *l'emprunt domanial* conclu avec la maison Rothschild. L'administration de ces biens fut confiée à une administration spéciale de trois commissaires, un Egyptien, un Français et un Anglais.

Malgré cette concession faite aux desiderata des porteurs étrangers, le mauvais vouloir du gouvernement devait prolonger cette série déjà longue de difficultés.

En présence d'une opposition systématique, les grandes puissances durent intervenir. Une protestation signée par la France, l'Angleterre, l'Allemagne, l'Autriche-Hongrie et l'Italie fut adressée à l'Egypte.

Une commission supérieure d'enquête fut alors instituée par un décret du 27 janvier 1878, composée de 7 membres : M F. de Lesseps, président ; M. Wilson, vice-président ; un vice-président égyptien, Riaz-Pacha ; les quatre commissaires de la dette publique (un Anglais, un Autrichien, un Français et un Italien).

Le Khédive devait admettre en même temps deux membres étrangers dans le cabinet égyptien, un Anglais, M. Wil-

son, aux finances, et un Français, M. de Blignières, aux travaux publics. Ce fut le ministère dit « européen ». Le mouvement révolutionnaire de 1878 survint quand la commission d'enquête présentait son rapport et proposait une loi de liquidation ; Ismaïl Pacha se vit contraint par le parti national de renvoyer le ministère européen, il nomma un ministère égyptien à sa place et publia une loi de liquidation nullement concordante avec celle que la commission d'enquête avait proposée.

Les grandes puissances demandèrent alors l'abrogation de cette loi. La France et l'Angleterre menacèrent le Khédive d'un envoi de troupes, puis obtinrent du Sultan un iradé déposant Ismaïl et nommant à sa place son fils Tewfik Pacha (1).

En mars 1880 les puissances nommèrent une commission internationale d'enquête et décidèrent que la future loi de liquidation obligerait les cinq grandes puissances (2).

La France et l'Angleterre, chacune, pouvaient nommer deux membres, les trois autres puissances, un membre. La loi de liquidation fut promulguée le 17 juillet 1880.

Cette loi qui constitue la charte de la dette égyptienne, qui oblige les puissances signataires de la convention du 31 mars 1880 et celles qui depuis l'ont acceptée, se peut ainsi résumer :

1° Consolidation de la dette flottante par le paiement de 30 0/0 en espèces et 70 0/0 en titres nouveaux de la dette privilégiée ;

2° Conversion des dettes à courtes échéances, en titres nouveaux de la dette unifiée ;

3° Réduction du 6 à 4 0/0 de l'intérêt de la dette unifiée

(1) 8 août 1879.

(2) Convention du 31 mars 1880.

ainsi que de celui de la Daïra-Sanieh qui est déclarée propriété de l'Etat.

Sont assignés au service de la dette unifiée :

1° Les revenus des provinces de Garbieh, Menoufieh, Behera, Siout ;

2° Le produit des douanes ;

3° Les droits sur l'importation du tabac.

En cas d'insuffisance de ces revenus, les ressources générales de l'Etat seraient mises à contribution pour assurer le service.

La dette privilégiée a pour gages :

1° Le produit des chemins de fer, des postes et des télégraphes ;

2° Le produit du port d'Alexandrie ;

3° Le versement d'une somme de 481.124 livres égyptiennes que le gouvernement s'est engagé à faire ;

4° La garantie générale de l'Etat en cas d'insuffisance.

Les obligations domaniales sont garanties par les propriétés cédées par le Khédive à l'Etat ; les premières hypothèques sur ces biens et enfin comme pour les dettes précédentes en cas d'insuffisance des ressources particulières, le service en serait assuré par les ressources générales de l'Etat. Les obligations de la Daïra-Sanieh sont garanties par les propriétés khédiviales portant ce nom et sur lesquelles elles ont une première hypothèque (1).

En 1881 une révolte militaire fut le début d'une période de troubles, d'incidents et d'événements politiques qui eurent pour terminaison l'occupation du pays par l'Angleterre.

(1) L'administration de la dette n'est pas chargée de gérer les intérêts de la Daïra-Sanieh ni de la dette hypothécaire (obligations domaniales).

En 1883, le gouvernement égyptien cédant à l'influence anglaise supprima le contrôle anglo-français qui avait été rétabli en 1879 ; et mit à sa place un conseiller des finances anglais. La France ne crut pas devoir protester sérieusement contre cette violation formelle d'un engagement international et renonça à toute prétention à cet égard, à la conférence de Londres sur les finances égyptiennes.

Les événements de 1882 ayant contribué à une extension notable de la dette flottante, en 1885 un nouvel emprunt fut fait sous la garantie de l'Angleterre, l'Allemagne, l'Autriche-Hongrie, la France, l'Italie et la Russie.

Un autre emprunt fut contracté en 1888, de 2 millions de livres égyptiennes.

En 1890 le gouvernement égyptien, sur la proposition de la commission de la dette publique, demanda et obtint l'autorisation de faire les conversions de la dette privilégiée, de la Daïra-Sanieh, de l'emprunt domanial et du 4 1/2 0/0.

La loi du 17 juillet 1880 règle les différents détails de répartition des revenus en fonds de réserve et entre les diverses dettes, elle posait comme principe qu'il fallait avant de procéder à toute opération, étudier quelles étaient les ressources de l'Etat, déduire ce qui était strictement nécessaire pour les dépenses publiques et payer les créanciers sur le reste. Les débiteurs, contribuables ou souverain, devaient faire un sacrifice plutôt que d'en faire faire un aux créanciers.

La loi réglait également le fonctionnement des établissements chargés de la défense des intérêts des prêteurs et du service de la dette.

Les droits des créanciers ainsi précisés et réglementés, les gages et privilèges nettement déterminés, on donna de

plus une action devant les tribunaux mixtes, les créanciers peuvent par l'intermédiaire des commissaires de la dette, les mettre en mouvement contre le ministère des finances représentant le débiteur, ils ont en plus de cette sanction effective des engagements pris envers eux, une action en dommages-intérêts contre les actes illicites portant atteinte à leurs droits.

La *Commission de la dette publique* (1) est composée des représentants des puissances signataires de la convention de 1880, plus, depuis 1885, ceux de l'Allemagne et de la Russie.

M. Politis définit ainsi le rôle et les attributions de cette commission :

« La commission est l'organe principal de la situation financière de l'Egypte et indépendant des deux parties intéressées, des créanciers et du débiteur, dont elle est le représentant juridique.

« Comme on l'a fait très bien remarquer, elle est dans une situation analogue à celle du syndic de faillite, en défendant et conciliant les intérêts opposés des deux parties en cause et en leur servant d'intermédiaire dans les rapports réciproques.

« Elle nomme et révoque elle-même ses employés, elle règle ses rapports avec ses correspondants et désigne, dans le pays ou à l'étranger, les maisons de banque qui feront le service de la dette. Elle établit son budget qui est soumis à l'approbation du conseil des ministres parce

(1) Créée par décret du 2 mai 1896, maintenue par celui du 13 novembre 1896, transformée en institution basée sur le droit international par la loi de liquidation. Un décret de 1885 et un autre de 1890 ont étendu sa compétence sur l'emprunt de 1885 et la nouvelle dette privilégiée de 1890.

que c'est l'Egypte qui supporte les dépenses de la caisse.

« La commission de la dette a des attributions assez nombreuses. Elle représente les créanciers dans les actions qu'ils intentent par son intermédiaire, en justice pour leurs intérêts. Elle a l'administration de la dette publique. Elle participe à l'administration générale des finances égyptiennes et y exerce un contrôle. Son autorisation est nécessaire au gouvernement pour plusieurs actes : l'émission d'un nouvel emprunt ; la modification ou la diminution des comptes donnés en gage pour le service de la dette ; la réception par le ministère des finances, d'avances au delà d'un million de livres égyptiennes. Elle doit encaisser l'excédent existant des sommes non engagées ainsi que les fonds de réserve.

« Tous les ans elle doit rendre compte de sa gestion qui est soumise au contrôle des comptes du gouvernement, elle publie un rapport général, elle doit enfin rester en fonctions jusqu'à extinction de la dette consolidée. »

Les biens de la Daïra-Sanieh, le service des obligations sont administrés par un *Conseil supérieur* et un *Conseil d'administration*.

Cette administration est composée d'un directeur général que nomme le Khédive, d'un conseil de direction formé par le directeur général, un membre anglais et un contrôleur français présentés par leurs gouvernements et nommés par le Khédive ; le Conseil supérieur comprend le ministère des finances, les commissaires anglais et français de la commission de la dette, et certains des membres du conseil d'administration.

Le service de l'emprunt Rothschild 1878, les domaines qui en sont la garantie, sont administrés et gérés par la Commission de l'administration des domaines, composée

d'un Egyptien ; d'un Anglais et d'un Français, présentés par leurs gouvernements.

Enfin une *Administration internationale franco-anglaise* est chargée de l'administration des exploitations dont les revenus ont été affectés au service de la dette privilégiée.

L'Egypte, par ces dispositions prises par l'Europe, se trouve avoir deux souverains : la Turquie au point de vue politique et l'Europe au point de vue financier.

Les atteintes portées aux droits de l'Egypte l'ont été sans que la Porte ait eu à intervenir, la Turquie se trouvait elle-même en faillite à ce moment.

TURQUIE.

Le 6 octobre 1875 Mahmoud Pacha, grand vizir, faisait publier la décision de la Sublime Porte de réduire de moitié le paiement des intérêts et amortissements de la dette, la seconde moitié serait payée en papier à 50/0.

Les dépenses extraordinaires d'armement contre la Bosnie et l'Herzégovine avaient contraint le gouvernement ottoman à cette première rupture de ses engagements. Le soulèvement du Monténégro et la guerre avec la Serbie obligeaient la Porte vers le milieu de 1876 à suspendre complètement le service de la dette.

Ces mesures arbitraires, prises sans accord préalable avec les créanciers, causèrent une assez vive émotion en Europe.

Des associations de porteurs de fonds ottomans se formèrent, des négociations s'engagèrent avec la Porte, mais furent suspendues par les événements politiques : déposition du sultan Abd-ul-Aziz, avènement de Mourad, sa déposition, avènement d'Abd-ul-Hamid, la conférence de Constantinople, puis la guerre avec la Russie qui se termina par le traité de San-Stefano, 19 février 1878.

Les intérêts des porteurs étaient plus compromis que jamais, le traité stipulait une indemnité de 300 millions de roubles au profit de la Russie ; son paiement pouvait entraîner la ruine de l'Empire.

Lorsque la révision du traité fut décidée, les associations et groupements de porteurs envoyèrent des délégués auprès des plénipotentiaires du congrès de Berlin et obtinrent de la Russie que le paiement de l'indemnité de guerre ne porterait aucun préjudice aux droits des créanciers de la Turquie.

Le congrès de Berlin *recommanda* alors à la Sublime-Porte l'institution d'une commission financière « composée d'hommes spéciaux nommés par les gouvernements respectifs, et qui serait chargée d'examiner les réclamations des porteurs de titres de la dette ottomane et de proposer les moyens les plus efficaces pour leur donner la satisfaction compatible avec la situation financière de la Sublime-Porte » (1).

Cette recommandation est l'origine de l'administration actuelle de la dette ottomane.

En 1879 un comité de porteurs anglo-français chargea M. de Tocqueville d'aller à Constantinople négocier un arrangement ; son programme, basé sur un emprunt de 200 millions de francs, accepté par le gouvernement ottoman, fut ajourné pour des considérations d'ordre particulier. Le gouvernement turc prit alors l'initiative : par décret du 22 novembre 1879 il affecta une annuité de 1.350.000 livres turques au service intérieur et extérieur de la dette, sous condition que 1.100.000 livres seraient attribuées aux banques turques qui lui avaient fait des avances.

Par convention annexée au décret, le gouvernement

(1) Congrès de Berlin. Protocole n° XVIII.

donnait aux établissements financiers créanciers du Trésor pour une somme totale de 9.100.000 livres turques, l'administration des contributions indirectes. Sur le produit de ces revenus, 1 million de livres turques était prélevé au profit des contractants pour l'amortissement de leurs créances, le surplus devait être versé aux représentants des porteurs de la dette publique. La convention prendrait fin quand la créance de 9.100.000 livres turques aurait été remboursée ou quand un arrangement plus avantageux pour les porteurs de fonds turcs intervenait.

Ce système fonctionna à partir du 13 mars 1880 et fut vivement critiqué; grâce à lui cependant de nouvelles négociations purent être reprises et en septembre 1881, la France, l'Angleterre, l'Allemagne, l'Autriche et l'Italie, représentées à Constantinople par des financiers, obtinrent non seulement une radicale transformation du système établi par le décret de 1879, mais encore le consentement au principe d'une nouvelle répartition des revenus concédés et de la gérance indépendante de ces revenus par un conseil formé par les délégués des porteurs des différents pays européens.

Les revenus concédés s'élevaient à 1.870.000 livres turques au lieu de 1.350.000 et le prélèvement au profit des banquiers de Galata était réduit de 1.100.000 à 590.000 livres turques.

Ces banquiers avaient consenti à ramener le taux de l'intérêt des sommes dues à 5 0/0 et à ce que l'amortissement se fît en vingt-quatre ans au lieu de dix. Ils eurent le droit de faire admettre au conseil d'administration, un délégué nommé par la Banque ottomane.

La commission détermina la réduction qu'il fallait faire

subir à chaque emprunt, fixa un intérêt uniforme de 4 0/0 pouvant être élevé jusqu'à 4 0/0 plus tard.

Le décret du 28 Mouharrem 1299 (16/28 décembre 1881) sanctionna officiellement la convention concordataire intervenue entre la Porte et ses créanciers.

Le conseil fut ainsi composé :

Un délégué représentant les porteurs anglais, qui en même temps représente les porteurs néerlandais. Ce délégué est nommé par le Council of foreign bondholders ;

Un délégué des porteurs français ;

Un délégué des porteurs allemands ;

Un délégué des porteurs austro-hongrois ; — ces délégués sont nommés par des syndicats d'établissements financiers de Paris, de Berlin et de Vienne ; s'il y a lieu, leur choix est approuvé par une assemblée générale des porteurs français, allemands ou austro-hongrois ;

Un délégué des porteurs italiens, nommé par la Chambre de commerce de Rome ;

Un délégué des porteurs ottomans, nommé par une assemblée générale de ces derniers ;

Un délégué des porteurs d'obligations de priorité, désigné par la Banque ottomane.

La présidence du conseil est donnée alternativement aux délégués anglais et français, eu égard au nombre considérable de titres détenus en Angleterre et en France.

Les membres sont nommés pour cinq ans, et sont rééligibles.

Le conseil administre les revenus concédés sans aucune ingérence de la part du gouvernement, pouvant exercer seulement un contrôle par l'intermédiaire d'un commissaire siégeant avec voix facultative.

Il peut modifier, améliorer les systèmes de perception des taxes, ses pouvoirs sont les plus étendus.

Le gouvernement, d'autre part, ne peut abolir aucune taxe concédée sans avoir obtenu l'autorisation du conseil, et sans avoir remplacé les droits abolis par un revenu équivalent.

L'article 8 du décret de Mouharrem a attribué au service de la dette les revenus et recettes suivants :

Monopole du sel, des tabacs, impôt du timbre, sur les spiritueux, sur la pêche, la dîme de la soie, le tribut de la Bulgarie (remplacé tant qu'il n'aura pas été fixé par les puissances signataires du traité de Berlin par un prélèvement annuel de 100.000 livres turques sur la dîme des tabacs), l'excédent des revenus de l'île de Chypre ; le produit des droits sur le Tombéki (tabac) jusqu'à concurrence d'une certaine somme.

Le conseil peut exploiter le monopole des tabacs et du sel par voie de régie.

L'administration de la dette comprend un grand nombre d'agences réparties dans l'empire ; à Constantinople se trouvent quatre agences principales : agence des spiritueux, agence de la poissonnerie, agence de l'imprimerie et du timbre, agence du bureau central. Les nazarets ou agences principales se divisent en agences de district (mudiriets) et en agences locales (memouriets), en tout 720 agences.

La mission de l'administration est industrielle et commerciale, sa mission principale étant de recevoir le produit des taxes dont elle administre et surveille les perceptions ; ainsi, elle exploite elle-même les salines situées en différentes provinces, elle administre sous sa responsabilité directe, les spiritueux, le timbre, les pêcheries, les soies, tandis qu'elle a concédé à une société fermière le monopole des tabacs.

Le conseil d'administration de la dette publique ottomane joue donc un rôle considérable non seulement dans la gestion des finances publiques, mais encore dans le développement des ressources générales du pays.

M. Léon Berger (1), délégué des porteurs français, envisageait ainsi les conséquences de la cassation possible de ce décret de mouharrem sur qui repose le système actuellement en vigueur :

« Si la commission financière que prônait le plénipotentiaire italien au congrès de Berlin, composée de délégués officiels des gouvernements respectifs, ne s'est pas effectivement tenue à Constantinople, si, à cette commission officielle, suivant le désir exprimé par l'unanimité des membres du congrès, s'est substituée une commission d'un caractère privé, si les porteurs ou plutôt les syndicats agissant en leur nom, ont consenti à traiter avec le gouvernement ottoman sans ingérence des puissances, sans immixtion diplomatique, ce fut uniquement dans un but de conciliation et pour éviter à la Porte les inconvénients d'un contrôle. Mais l'accord qui est intervenu, le contrat qui fut sanctionné par le décret de mouharrem, tout privé qu'il ait été, n'en a pas moins été scellé à la suite des démarches diplomatiques dont les protocoles du congrès de Berlin conservent la trace et dont la note du 30 octobre 1880 et la communication officielle qui en fut faite aux diverses chancelleries européennes sanctionne l'importance et la raison d'être.

« De ce qui précède, il résulte que si le contrat du 8/20 décembre 1881 venait à être suspendu par le gouvernement ottoman, une telle infraction ne pourrait laisser indifférentes les puissances qui, par leurs démarches collec-

(1) Congrès 1900. Rapport n° 121.

tives, l'avaient provoqué et que, par leur accord unanime exprimé au Congrès de Berlin sur cette question, les mêmes puissances se sont bien véritablement constituées gardiennes de la convention et du décret de mouharrem qui la ratifie.

« C'est plus qu'une obligation morale que les gouvernements européens ont pris vis-à-vis des détenteurs de fonds ottomans, c'est un engagement formel de leur part, de sauvegarder leur avoir réduit, et les garanties qu'ils obtinrent dans la création de l'administration de la dette publique.

« Pour preuve de ce que nous avançons, nous donnons un extrait d'une note remise à la Sublime Porte au nom de son gouvernement par M. de Nélidow, ambassadeur de Russie à Constantinople, en décembre 1896, voulant dissiper une opinion qui tendait à s'accréditer, de l'hostilité de la Russie à la dette :

« L'ambassadeur de Russie est chargé de déclarer au Gouvernement ottoman que s'il portait atteinte aux droits du conseil de la dette publique ottomane, ou touchait aux revenus qui ont été concédés aux porteurs de fonds turcs, la Russie se verrait obligée de réclamer à l'égal des autres puissances l'institution d'une commission financière internationale, prévue par le protocole XVIII du congrès de Berlin, et qui serait chargée d'étudier la situation financière de l'Empire ottoman et la part de revenus qui pourrait être attribuée à ses créanciers. »

« Le contenu de la note est formel, termine M. Berger, il ne laisse place à aucune ambiguïté et il est bien évident que le décret de mouharrem bien que revêtant un caractère privé, n'en est pas moins placé sous la protection des puissances signataires du traité de Berlin, ce qui lui donne

une sûreté tout autre que celle que lui attribuent parfois l'interprétation des textes qu'il contient, et certains de ses interprétateurs. »

C'est là le caractère très spécial de l'ingérence étrangère en Turquie, que le Sultan n'a renoncé à une part de sa souveraineté qu'entre les mains des représentants des porteurs de titres de la dette et au profit de ces derniers. Jusqu'à la note de M. de Nélidow, l'ingérence étrangère n'a eu aucun caractère officiel de la part des gouvernements européens.

GRÈCE.

Des emprunts exagérés, répétés sans que l'on se préoccupât de savoir s'ils étaient en rapport avec les ressources du pays, amenèrent la banqueroute grecque en 1893. Le 22 décembre, le gouvernement fit voter par la Chambre hellénique une loi l'autorisant à entrer en négociations avec les porteurs d'obligations des emprunts-or 1881, 1884, 1887, 1890 et consolidé 1889.

En attendant l'approbation législative du règlement définitif, à intervenir, du service de ses emprunts, on ne verserait que 30 0/0 des coupons. Le service d'amortissement était suspendu. Les négociations entre les représentants des porteurs de la dette hellénique et le gouvernement ne purent aboutir.

En 1895-1896, les pourparlers recommencèrent entre le représentant du gouvernement grec et les délégués des comités français, anglais et allemands ; le gouvernement rejeta leurs propositions, ne voulant admettre une intervention étrangère dans l'administration de la dette publique.

Mais le 6/18 septembre 1897 à la suite de la guerre

turco-hellénique, le contrôle international était établi par le traité de paix signé par les six puissances médiatrices (Allemagne, Autriche-Hongrie, France, Grande-Bretagne, Italie, Russie).

Une conférence fut tenue par les délégués de ces pays, un arrangement fut conclu avec la Grèce, qui avait pour but de placer sous le contrôle absolu d'une commission internationale la perception et l'emploi de revenus et recettes, destinés à assurer le service des différentes dettes helléniques.

La loi du 26 février 1898 a sanctionné ces arrangements et institué le contrôle actuellement existant. Le règlement des dettes, l'affectation des différents revenus, l'emploi des **plus-values**, sont, comme en Turquie, réglés par la loi établissant le contrôle.

Les pouvoirs de la commission sont les mêmes que ceux attribués au conseil de la dette ottomane, sauf la nécessité de la ratification du gouvernement qui, en Turquie n'est pas exigée.

Les commissaires sont désignés par les puissances suivant les usages diplomatiques et ils jouissent des mêmes immunités que les diplomates accrédités auprès du gouvernement hellénique.

En Turquie, toutes les améliorations dans les finances profitent aux porteurs jusqu'à ce que le taux d'intérêt atteigne 4 0/0, il n'en est pas de même en Grèce, les améliorations dans le cours du change du drachme et dans les recettes vont, partie à la caisse de la commission, partie à l'Etat, la gestion est co-intéressée.

Autre différence, la commission n'administre ni ne perçoit directement les revenus et monopoles, cette exploitation est confiée à une société hellénique fonctionnant sous le contrôle de la commission.

Il y a bien abandon de souveraineté de la part du gouvernement grec, en matière financière, la consécration de cet abandon a été la garantie donnée par les puissances à l'emprunt de liquidation.

On peut opposer à l'ingérence étrangère dans les finances grecques, turques (depuis la note Nélidow) et égyptienne, l'exemple de l'administration autonome des monopoles en Serbie.

Un décret du 2 juillet 1893, y a créé une commission de six membres, dont quatre sont de nationalité serbe et deux représentent les porteurs étrangers de fonds serbes. Leur nomination comme leur mandat, a un caractère strictement privé, et il n'y a, dans cette espèce, aucune immixtion des puissances.

Nous avons dit les heureux résultats des commissions internationales pour les pays à finances avariées qui, depuis, ont leurs titres honorablement cotés, il est à souhaiter cependant que de semblables atteintes à la souveraineté, à la dignité nationale d'un Etat, ne soient admises qu'à titre de très rares exceptions.

Quand un Etat se trouve être victime de circonstances qui le mettent dans l'impossibilité de continuer sans interruption l'exécution de ses engagements, le souci de son honneur, surtout de son crédit, lui commande de ménager le plus possible les intérêts de ses créanciers, il doit considérer comme le plus sage et le plus pratique moyen de sortir d'embarras, une entente directe avec les porteurs de ses titres de rente, plutôt que de s'exposer à une intervention qui risque de tout bouleverser, ou tout au moins de faire naître des ressentiments dont les conséquences

sont aussi dangereuses pour l'intérêt bien entendu des créanciers que pour celui de l'Etat débiteur (1).

Un Etat ne fera que s'attirer des sympathies, se procurer un crédit nouveau qui facilitera son relèvement, quand (tel un commerçant victime d'opérations malheureuses qui demande son concordat) il proposera de bonne foi à ses créanciers un arrangement loyal.

(1) Guichard, *op. cit.*

CHAPITRE III

LÉGISLATION NATIONALE

L'initiative privée a rendu, rendra encore, de très notables services à l'épargne française aventurée en des placements étrangers. Les comités de porteurs, les syndicats d'obligataires se pourront multiplier, les associations de défense pourront perfectionner leurs procédures, étendre leur action, augmenter leur influence, obtenir de plus nombreux arrangements satisfaisants des sociétés et Etats débiteurs ; elles pourront parvenir à remplir effectivement le double rôle qu'on a réclamé d'elles : protection préventive aussi bien que répressive, en publiant de très complètes, détaillées et sincères informations statistiques concernant les valeurs étrangères, habituels placements des rentiers.

Il ne semble pourtant pas que l'initiative privée, représentée par ces utiles groupements, puisse, à elle seule, exercer et assurer une surveillance du marché, une protection de l'épargne, aussi étendues, aussi effectives et complètes qu'il serait souhaitable et qu'il est nécessaire.

D'autre part, l'action politique, l'intervention, le contrôle financier international en tant que moyen de protection des intérêts des nationaux porteurs de valeurs étrangères, avec le progrès des idées de droit dans les relations internationales, devra devenir d'un usage de plus en plus rare, jusqu'au jour où les principes d'indépendance réciproque des Etats, de respect de la dignité nationale, étant

sanctionnés par une unanime pratique, cette action politique ne pourra jamais plus être exercée.

Il appartient au législateur d'édicter des mesures de protection, c'est la législation nationale qui doit mettre l'épargne du pays à l'abri des pièges tendus à la confiance parfois trop naïve des rentiers et des épargnistes, par des intermédiaires, des émetteurs dépourvus de scrupules.

Pour étudier l'action protectrice de notre législation, nous distinguerons : 1° son action préventive ; 2° son action répressive, c'est-à-dire la sanction judiciaire de la responsabilité de l'émetteur.

En notre premier paragraphe nous nous occuperons d'abord des valeurs privées, valeurs autres que les fonds d'Etat, nous passerons ensuite aux dispositions de protection préventive à l'égard des fonds d'Etat étrangers.

§ 1

Une protection efficace, essentiellement préventive pourrait se trouver en les règles d'admission des valeurs à la cote officielle et se trouve depuis la loi du 30 janvier 1907, en la réglementation de la publicité antérieure à l'émission et à la mise en vente des valeurs sur nos marchés.

Nous avons étudié en un précédent chapitre les règles établies par le décret du 6 février 1880 et les règlements de la Chambre syndicale des agents de change. Nous considérons alors l'admission à la cote comme un moyen à la disposition des pouvoirs publics de modérer l'afflux des valeurs étrangères sur nos marchés officiels et de diriger, par suite, une plus grande partie des capitaux d'épargne vers les entreprises françaises.

Mais nous avons indiqué que ce qui devait surtout être le but des efforts d'un gouvernement était d'avoir un marché largement ouvert aux *bonnes* et sérieuses valeurs étrangères et au contraire, d'un difficile — voire impossible — accès aux valeurs douteuses, aux valeurs dangereuses pour notre épargne nationale.

M. Cauwès disait à la séance du 13 juin 1900 de la *Société d'Economie politique nationale* que l'intervention ministérielle en ce qui concerne le ministre des affaires étrangères n'est qu'une pure transmission, aucun autre rôle n'incombe légalement au ministre ; quant au pouvoir discrétionnaire que donne au ministre des finances l'article 5 du décret de 1880 « je ne crois pas, disait cet économiste, que le ministre des finances fasse souvent usage de son droit... le public ne peut trouver dans l'admission à la cote une protection quelconque » (1).

(1) Dans le premier de ses articles *Contre l'oligarchie financière* (1^{er} novembre 1906), M. Lysis écrivait :

« Quand il s'agit de grands emprunts, le veto du ministre est sinon légalement, du moins moralement et pratiquement péremptoire. Il serait donc intéressant de connaître les conditions dans lesquelles s'exerce ce droit du ministre des finances d'autoriser ou de refuser l'inscription à la cote des fonds d'Etat étrangers. Malheureusement, il plane sur ce point essentiel une obscurité des plus regrettables. On voudrait savoir, par exemple, si le ministre s'inspire exclusivement de considérations se rattachant à notre politique étrangère ou s'il considère, en outre, qu'il a pour mission de défendre l'épargne. Examine-t-il la sécurité et l'avenir des placements ? Etudie-t-il les dessous des affaires ? Veut-il savoir quels bénéfices se réservent les banquiers, quel est leur prix d'achat et leur prix d'émission, s'il y a bénéfice normal ou excessif ? Nul ne peut répondre à ces questions, à part quelques intéressés ou initiés. Une chose certaine, c'est que l'intervention parlementaire ne s'étant pas encore produite en matière d'emprunt étranger, le ministre a toute liberté pour interpréter, comme il lui plaît, les rapports de l'Etat moderne avec la finance.

« Pour peu qu'on songe avec insistance à cet aspect du problème, on

M. Cauwès avait ainsi passé en revue les différentes conditions d'admission des valeurs étrangères aux négociations officielles :

« Les conditions d'admission sur notre marché sont les suivantes : d'abord, que la société dont les titres ont été émis soit régulièrement constituée dans son pays d'origine ; en second lieu, qu'elle soit admise à la cote sur le marché financier de ce pays, et qu'en troisième lieu, chez nous, elle obtienne de la Chambre syndicale des agents de change son admission. J'examine quelle peut être la valeur de chacune de ces conditions : d'abord, la reconnaissance de la société en pays étranger, cette condition est évidemment primordiale, car une société ne peut pas avoir de titres qui soient l'objet d'une négociation régulière si elle n'existe pas légalement ; seulement je fais observer que cette condition, supposée remplie, n'est aucunement con-

est frappé de l'énorme responsabilité qui incombe au ministre des finances par suite de ce manque de contrôle. Somme toute, ce ministre a le pouvoir de faire réussir ou de faire échouer, suivant qu'il en décide, des opérations se chiffrant par des centaines de millions ou plusieurs milliards, opérations qui rapportent de très gros bénéfices à des banques. Etant donnée la tendance professionnelle du monde financier à voir partout des affaires, on conçoit que cette omnipotence du ministre ait accrédité l'opinion que, dans les pays qui contractent les emprunts comme dans les pays qui les concluent, les ministres des finances participent souvent, sous une forme déguisée, aux bénéfices de ces opérations. Que de pareilles pratiques puissent exister à l'étranger, c'est chose possible, que nous ne pouvons pas plus mettre en doute qu'affirmer, tandis qu'il nous paraît évident comme la lumière du jour que dans le passé, nos ministres des finances ont toujours été d'honnêtes gens. Toutefois, si le passé et le présent sont sûrs en pareille matière, l'avenir ne peut être évidemment préjugé. Pour la réputation et pour la tranquillité de nos ministres des finances il est donc à désirer très vivement qu'on les décharge du soin d'ouvrir ou de fermer les écluses par lesquelles passent chaque année de un à deux milliards d'or français, d'après l'inspiration de leur conscience... ou de leurs propres intérêts.»

cluante en ce qui concerne la négociation sur notre marché financier. Effectivement, la question d'existence légale à l'étranger a une conséquence normale, c'est que la société qui existe à l'étranger existe aussi bien en France, en tant qu'il s'agit d'exercer ses droits, d'agir en justice, de faire des affaires qui rentrent dans son objet. Quant à la négociation ou à l'émission en France, c'est une affaire d'une tout autre nature ; ici, il ne s'agit pas de la simple existence de la société, de l'exercice de ses droits, il s'agit de l'investiture du marché financier à accorder ou non à cette société ; on ne peut donc conclure de ce que la société existe chez elle, à son droit de prendre possession de notre marché. Le principe qui est admis à cet égard, formulé par l'Institut de droit international privé, est celui-ci : une société doit se soumettre pour l'émission et la négociation de ses titres aux conditions qui sont exigées non pas dans le pays où elle s'est formée, mais dans le pays où la négociation doit avoir lieu. »

Et M. Cauwès citait l'article 4 des Résolutions de l'Institut de droit international, qui est ainsi conçu :

« Les conditions, soit de l'émission, soit de la négociation d'actions ou d'obligations des sociétés étrangères sont celles qu'exige la loi des pays dans lesquels l'émission ou la négociation a lieu. »

Passant ensuite à la troisième condition déterminée par le décret du 6 février 1880, il ne la trouvait non plus de nature à rassurer absolument. En effet, nous avons vu que le rôle de la Chambre syndicale, très important, ne consiste, en aucune façon, à donner une garantie quant à la solidité des valeurs dont l'admission à la cote lui est réclamée.

« Son rôle est simplement d'examiner si la société est

régulièrement constituée, si elle est admise sur le marché étranger, son marché d'origine. Une valeur est admise à la cote officielle ; le public sait le fait, mais il n'en sait pas les causes ; la Chambre syndicale a un pouvoir discrétionnaire dont elle fait un usage excellent sans doute, mais le public ne peut être renseigné sur les motifs qui ont fait admettre par la Chambre syndicale cette valeur à la cote officielle.

« Il y a beaucoup de valeurs qui après avoir été admises, ont sombré parce qu'elles n'étaient pas réelles ; le public n'est pas dispensé par l'admission à la cote d'exercer certaines investigations, de rechercher quelle peut être la solidité des valeurs qui s'offrent à lui ; par conséquent il n'y a pas là une garantie préventive réelle ni un moyen donné au public pour se faire une opinion éclairée ».

Aucun moyen pour le public de se renseigner efficacement, n'existait légalement quand M. Cauwès prononçait les paroles que nous venons de reproduire, à la Société d'Economie politique nationale. Maintenant, depuis le 1^{er} mars dernier, les sociétés françaises et étrangères qui veulent introduire ou émettre des valeurs en France, sur le marché officiel ou sur le marché libre doivent faire paraître un prospectus dont les énonciations et le mode de publication sont déterminés par la loi (1). C'est la principale garantie que l'on puisse exiger ; la plus utile mesure de protection des acheteurs de valeurs mobilières est de réglementer la publicité que doivent faire toutes sociétés qui désirent introduire leurs titres sur nos marchés. Il faut les obliger à donner les renseignements les plus détaillés, les plus

(1) Loi de finances du 30 janvier 1907, voir *infra*.

complets, sous la garantie de la signature des émetteurs, avec une sanction sévère en cas de fraude.

Nous avons vu en effet, que pour les valeurs mobilières étrangères c'est l'absence de renseignements, l'impossibilité de connaître de la sincérité des énonciations contenues dans les prospectus, qui constitue un des plus graves inconvénients de ce genre de placements, qui cause les erreurs les plus funestes à notre épargne nationale qui si volontiers va chercher emploi à l'étranger.

C'est une réglementation très sévère de la publicité qui la peut protéger le mieux, mais pour être réelle, cette protection ne doit pas uniquement viser les valeurs négociées sur le marché officiel, elle doit atteindre toute opération qui a pour objet d'introduire des titres étrangers sur le marché français, soit qu'il s'agisse de valeurs cotées au *Bulletin officiel* ou cotées par le Syndicat des banquiers, qu'il s'agisse d'un premier placement de titres nouvellement créés ou que cela ait lieu par voie de négociation de titres antérieurement émis à l'étranger, qu'il y ait appel au public ou introduction directe dans la clientèle.

Avec une semblable réglementation, si les risques trop nombreux auxquels sont exposés les capitaux français ne pourraient disparaître complètement, ils seraient du moins notablement diminués.

Il faudrait que le public fasse son éducation en matière de placements étrangers, des dispositions légales ne peuvent suppléer à son inexpérience. « Le fait pour une société étrangère d'être constituée sous la forme légale dans son pays d'origine, le fait d'avoir ses titres cotés sur son marché national, enfin le fait de réserver au ministre des finances, le ministre des affaires étrangères entendu, le droit d'autoriser la Chambre syndicale des agents de

change à donner ou à refuser la cote du marché public français aux titres de cette société étrangère, ne sont pas des garanties suffisantes pour le public français. Assurément tout cela ne garantit pas que la société en question ne fera pas faillite au bout de deux ou trois ans ; mais il n'y a pas de loi qui pourrait offrir cette garantie. Tout ce que l'on peut donner au public, c'est la certitude que la société qui sollicite ses capitaux existe réellement, qu'elle est constituée sous une forme légale dans son pays d'origine et qu'elle s'est mise en règle avec le fisc français. La Chambre syndicale n'assume pas la responsabilité matérielle des valeurs mobilières qu'elle inscrit à sa cote officielle, elle ne garantit pas la valeur matérielle des titres (1). »

Le décret de 1880 ne règle que l'admission à la cote, il s'adresse aux agents de change en tant qu'intermédiaires et il n'est pas dans le rôle normal des intermédiaires de faire des émissions, or, nous avons dit que la disposition légale efficacement protectrice des acheteurs de valeurs étrangères devait atteindre toutes émissions et introductions de ces valeurs en France.

Cette législation protectrice existe depuis plusieurs années en Belgique, en Allemagne et en Angleterre.

Des tentatives avait été faites il y a longtemps en France pour établir des règles similaires. Le 30 novembre 1897, M. Fleury-Ravarin déposait à la Chambre un projet de loi sur les émissions de valeurs françaises et étrangères, dont le but était d'introduire en France un régime de réglementation des émissions, obligeant les sociétés à publier un prospectus contenant des renseignements et des énoncia-

(1). M. Théry, *Société d'Economie politique nationale*, séance du 13 juin 1900.

tions déterminées, système analogue à ceux en vigueur en Angleterre et en Allemagne. « Des exemples récents, disait l'exposé des motifs, ont montré les dangers auxquels est exposée notre épargne par suite des conditions défectueuses dans lesquelles se font actuellement l'émission et l'introduction dans le public des valeurs mobilières françaises ou étrangères. Le mode de placement par voie de souscription publique qui présentait certaines garanties, du fait même de la publicité donnée à l'émission, tend de plus en plus à disparaître, il est maintenant remplacé par des introductions occultes faites dans la clientèle, sans aucune espèce d'indication préalable et sans que le public puisse avoir connaissance de l'affaire, que pour ce qu'il plaît aux émetteurs de lui faire savoir. Nous croyons qu'il y a dans cet ordre d'idée une lacune des plus importantes à combler. »

M. Fleury-Ravarin proposait qu'un prospectus circonstancié fût publié avec la garantie de la signature de l'émetteur. Une loi organisant ce prospectus n'aurait, en outre, nullement innové dans la pratique des affaires, elle aurait imposé à tous, ce qui était fait par les émetteurs sérieux et honnêtes.

M. Vallé, garde des sceaux, institua en juin 1902 une commission extraparlamentaire dans le but « *d'examiner les modifications à apporter aux lois existantes, d'étudier les mesures de nature à protéger l'épargne populaire et de préparer dans le plus bref délai possible un projet de loi ayant pour but de réaliser dans cette partie de la législation les réformes reconnues nécessaires* ».

Un projet de loi tendant à sanctionner les conclusions des études de la commission fut déposé à la Chambre le

3 avril 1903 (1). La commission de la réforme judiciaire et de la législation civile reprit et examina ce projet de loi. Un rapport fut fait par M. Chastenet et déposé le 29 février 1904 (2), un second rapport fut distribué le 27 novembre 1906 (3).

De ce projet de loi, comportant 20 articles et un titre IV spécial à la publication des actes des sociétés, fut extrait l'article 14 (incorporé par M. Caillaux) du projet de loi de finances de 1907, qui dans la loi publiée le 30 janvier 1907 est devenu l'article 3. Cet article établit une centralisation de tous les prospectus d'émission en un *Bulletin annexe* du *Journal officiel*. Indépendamment de cette insertion au *Bulletin annexe* les affiches, prospectus, insertions dans les journaux, circulaires doivent reproduire les énonciations portées à la notice du *Bulletin annexe* avec référence au numéro du *Journal officiel* dans lequel elle aura été publiée, en sorte que les personnes qui ne peuvent ou ne veulent point recourir au *Journal officiel* pourront trouver en les journaux spéciaux les renseignements de nature à les éclairer sur les conditions intrinsèques de l'affaire qui leur est proposée, renseignements qu'ils auront déjà lus sur les prospectus qui leur sont délivrés.

Le ministre des finances a donné à la tribune les raisons qui ont engagé le gouvernement à introduire dans la loi de finances ces mesures relatives à l'émission, à l'exposition, à la mise en vente et à la négociation des valeurs et de les rendre ainsi exécutoires avant la discussion et le vote du projet de loi tout entier ; ce sont presque les mêmes termes que ceux employés dans l'exposé des motifs du

(1) *Journal officiel*, 1903 ; Chambre, *Documents parlementaires*, p. 436.

(2) *Journal officiel*, 1904 ; Chambre, *Documents parlementaires*, p. 423.

(3) *Journal officiel*, 1906 ; Chambre, *Documents parlementaires*, p. 477.

projet de M. Fleury-Ravarin en 1897 : c'est dans un but de moralité et de salubrité publique, dans le but de mettre un frein à des introductions quelconques de valeurs et d'établir des responsabilités pour les émetteurs que le gouvernement a fait cette réforme qui a été assez favorablement accueillie dans les milieux financiers.

L'article 3 de la loi portant fixation du budget général des dépenses et des recettes de l'exercice 1907 (30 janvier) est ainsi conçu :

« L'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France d'actions, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, de sociétés françaises ou étrangères, seront, en ce qui concerne ceux de ces titres offerts au public à partir du 1^{er} mars 1907, assujetties aux formalités ci-après :

Préalablement à toute mesure de publicité les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs, devront faire insérer dans un *Bulletin annexe au Journal officiel* dont la forme sera déterminée par décret, une notice contenant les énonciations suivantes :

- 1° La dénomination de la société ou la raison sociale ;
- 2° L'indication de la législation (française ou étrangère) sous le régime de laquelle fonctionne la société ;
- 3° Le siège social ;
- 4° L'objet de l'entreprise ;
- 5° La durée de la Société ;
- 6° Le montant du capital social, le taux de chaque catégorie d'actions et le capital non libéré ;
- 7° Le dernier bilan certifié pour copie conforme ou la mention qu'il n'en a pas été dressé encore.

Devront être également indiqués : le montant des obligations qui auraient déjà été émises par la société avec

émunération des garanties qui y sont attachées et, s'il s'agit d'une nouvelle émission d'obligations, le nombre ainsi que la valeur des titres à émettre, l'intérêt à payer pour chacun d'eux, l'époque et les conditions de remboursement et les garanties sur lesquelles repose la nouvelle émission.

Il devra en outre, être fait mention des avantages stipulés au profit des fondateurs et des administrateurs, du gérant et de toute autre personne, des apports en nature et de leur mode de rémunération, des modalités de convocation aux assemblées générales et de leur lieu de réunion.

Les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs devront être domiciliés en France ; ils seront tenus de revêtir la notice ci-dessus de leur signature et de leur adresse.

Les affiches, prospectus et circulaires devront reproduire les énonciations de la notice et contenir mention de l'insertion de ladite notice au *Bulletin annexe du Journal officiel*, avec référence au numéro dans lequel elle aura été publiée.

Les annonces dans les journaux devront reproduire les mêmes énonciations ou, tout au moins, un extrait de ces énonciations avec référence à ladite notice et indication du numéro du *Bulletin annexe du Journal officiel* dans lequel elle aura été publiée.

Toute société étrangère qui procède en France à une émission publique, à une exposition, à une mise en vente ou à une introduction d'actions, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, sera tenue en outre, de publier intégralement ses statuts en langue française au

même *Bulletin annexe du Journal officiel* et avant tout placement de titre.

Les infractions aux dispositions édictées ci-dessus seront constatées par les agents de l'Enregistrement ; elles seront punies d'une amende de 10.000 francs à 20.000 francs. L'article 463 du Code pénal est applicable aux peines prévues par le présent article (1). »

On ne peut préjuger des résultats que pourra donner une loi qui, au jour où nous écrivons ces lignes vient à peine d'être mise en vigueur, mais elle est un considérable progrès sur la déplorable absence de législation qui jusqu'ici mettait notre marché en état d'infériorité vis-à-vis des pays voisins.

En Angleterre, pays classique de la liberté et aussi des affaires on a cru devoir depuis de longues années réglementer les émissions ; les sociétés doivent avant de lancer leurs titres sur le marché rédiger un prospectus.

« Il doit être un acte de bonne foi, exposé clair et précis de nature à éclairer pleinement le public, au lieu d'avoir pour unique objet, comme tant d'autres documents similaires, ici, de le duper. C'est ainsi qu'il mentionne obligatoirement le nom et le but de la société, le nombre des actions et leurs prix, le détail des apports en nature, des contrats avec les tiers, des avantages stipulés par les promoteurs en raison de leur concours, un état des frais de constitution et des ressources prévues pour y subvenir, et d'une manière générale tout ce qui peut renseigner le souscripteur sur la valeur de l'entreprise et ses chances d'avenir (2). »

(1) L'article 463 du Code pénal règle dans quelles conditions seront modifiées les peines prononcées par la loi, quand le ou les accusés auront bénéficié de la déclaration des circonstances atténuantes.

(2) Boudon, *Bourse anglaise*, p. 97.

La loi anglaise considère le prospectus comme un engagement des fondateurs vis-à-vis du public, promesse qui devient obligatoire le jour où elle est acceptée par le fait de la souscription ou de l'achat.

C'est un Act du 8 août 1900 qui réglemente actuellement la question du prospectus. La disposition principale est ainsi posée :

« ART. 1. — Le prospectus est obligatoire. C'est un document signé par toutes les personnes qui se proposent de prendre part à la société, et déposé avant sa publication chez le registrar » (1).

L'esprit de la loi est que le prospectus doit exposer complètement l'affaire offerte et c'est pourquoi les pénalités pour fausses énonciations dans ce prospectus, qui vont jusqu'à deux ans de prison, sont applicables également en cas de réticence frauduleuse. Depuis 1900, un bill a été arrêté par la Chambre des Communes en 1905, exécutoire depuis le 1^{er} janvier 1906, qui a renforcé les dispositions relatives à l'enregistrement des sociétés (art. 5 et suiv.) et réglementé la délivrance des extraits de déclaration délivrés par le registrar à toute personne qui en fait la demande (art. 16). Un autre bill, relatif aux fausses déclarations, a été également voté en 1905.

Les dispositions de la loi de 1900, relatives aux énonciations que doit obligatoirement contenir le prospectus sont les suivantes :

ART. 9. — « 1^o Tout prospectus émis par une société ou pour son compte ou en vue de la création d'une société doit être daté ; cette date doit être tenue, sauf preuve contraire, pour la date de publication dudit prospectus.

(1) Correspond à un fonctionnaire de l'Enregistrement.

2° Un exemplaire du dit prospectus doit être signé par toutes les personnes qui y sont désignées comme administrateurs, ou comme administrateurs proposés de la société, ou par leurs fondés de pouvoirs agissant en vertu d'une procuration écrite, et doit être enregistré le jour de sa publication, ou antérieurement, par le registrar.

3° Le registrar ne doit enregistrer aucun prospectus s'il n'est ainsi daté et signé. Aucun prospectus ne doit être mis en circulation avant d'avoir été enregistré et tout prospectus doit porter au verso une mention attestant qu'il a été enregistré.

ART. 10. — 1° Tout prospectus émis, soit par une société ou pour son compte, soit par une personne intéressée dans la formation d'une société ou pour son compte, doit énoncer :

A. — Le contenu du memorandum d'association y compris les noms, qualités et adresses des signataires du dit acte, le nombre d'actions souscrites par chacun d'eux, etc.

B. — Le nombre d'actions que doit posséder tout administrateur et la rémunération.

C. — Les noms, qualités et adresses des administrateurs nommés ou proposés.

D. — Le minimum de souscription qui doit être réalisé pour que la répartition soit possible.

E. — Le nombre et le montant des actions et obligations émises qui seraient libérées autrement qu'en argent.

F. — Les noms et adresses des vendeurs de toute propriété dont le prix doit être soldé avec le montant de la souscription.

G. — Le montant des paiements faits ou à faire en ar-

gent, en actions ou obligations pour acquitter le prix d'achat de toute propriété.

H. — Le montant des paiements faits ou à faire à titre de commission, accordé à ceux qui procurent des souscriptions ; le taux de la dite commission.

I. — Le montant ou l'évaluation du montant des dépenses préalables.

J. — Le montant des sommes payées ou à payer aux fondateurs de la société et les motifs des dits paiements.

K. — La date de tous les contrats importants passés par la société, les personnes qui y ont pris part et l'endroit où l'on pourra consulter le contrat original ou sa copie.

L. — Les noms et adresses des commissaires des comptes de la Société, s'il y en a.

M. — Des indications détaillées, le cas échéant, sur la nature et l'étendue des intérêts possédés par tout administrateur dans la création de la société ou dans la propriété que la société se propose d'acquérir.

2° et 3° [Indications relatives à ce qui précède (achats de propriétés).]

4° Le présent article n'est pas applicable à une circulaire ou à un avis invitant les actionnaires actuels à souscrire de nouvelles actions, il s'applique à tout prospectus publié relativement à la *formation* d'une société.

5° Serait nulle toute stipulation qui engagerait ou obligerait un souscripteur à renoncer au bénéfice des dites dispositions légales.

6° Quand un prospectus est inséré comme annonce de journal il n'est pas nécessaire de publier les conditions du memorandum d'association ; d'en désigner les signataires et de faire connaître le nombre des actions souscrites par eux.

7° Dans le cas d'infraction aux dispositions qui précèdent, l'administrateur ou toute autre personne responsable à raison du prospectus n'encourt aucune responsabilité s'il prouve : 1° qu'il n'avait pas connaissance des circonstances non révélées ; 2° que l'omission provient d'une erreur de fait n'engageant pas sa bonne foi.

ART. 11. — Aucune société ne peut, antérieurement à la réunion de l'assemblée statutaire, modifier les clauses d'un contrat dont il serait question dans le prospectus, qu'à condition de soumettre les modifications opérées à l'approbation de l'assemblée statutaire. »

Si notre législation avait été ainsi très complètement devancée par la loi anglaise, en Allemagne également l'on trouve une réglementation de la publicité des émissions financières bien avant la loi du 22 juin 1896 sur les Bourses.

Un règlement de la Bourse de Berlin, de 1882, exige un prospectus contenant toutes indications et tous renseignements permettant au public d'apprécier exactement la valeur du titre. Ce prospectus devait être signé par l'émetteur, mais une disposition du règlement égarée pour ainsi dire, au milieu des prescriptions formelles, réduisait presque à néant la portée de la réforme : « la maison qui veut faire souscrire une valeur ou la faire admettre à la Bourse, doit joindre au prospectus, pour le cas où celui-ci n'est pas complètement fait par elle, une déclaration qu'elle signera, disant que la souscription ou introduction en Bourse aura lieu sur les bases du dit prospectus » (1). L'usage s'établit aussitôt de rédiger après le prospectus, un postscriptum où il était dit que la banque faisant l'émission se basait

(1) Art. 8.

sur le précédent prospectus, mais n'en acceptait nullement la responsabilité attendu qu'il lui était étranger.

Lors de la discussion de la loi du 22 juin 1896, la question du prospektzwang se réduisit en un dilemme : ou l'émetteur n'apparaissait pas dans le corps du prospectus et par conséquent ne garantissait que l'existence du titre sans avoir à répondre des fraudes des fondateurs, ou il avait rédigé le prospectus et certifiait, sous sa responsabilité, la valeur même du titre. Dans ce dernier cas, la responsabilité devenait trop lourde puisqu'il pouvait ainsi avoir à réparer un dommage quel qu'il fût qu'on pouvait imputer à sa faute ou même à sa négligence ; sur la proposition du président Wiener on admit que la responsabilité de l'émetteur ne serait établie que lorsque de sa part il y aurait eu soit *méchanceté*, soit *négligence grossière*.

La loi de 1896 établit que « le bulletin de souscription est établi en double et doit mentionner le jour de la rédaction des statuts, les conditions principales de la société telles que le siège social, l'objet, le montant du capital et des actions de chaque catégorie, la manière dont sera nommé et réuni le comité de direction, la forme de convocation de l'assemblée générale, la forme des communications émanant de la société ; les renseignements relatifs aux avantages particuliers concédés à certains actionnaires, ou les sommes qui leur sont attribuées en raison des frais de constitution et enfin des indications relatives aux apports en nature, le nom, qualité et domicile des fondateurs, le taux d'émission de l'action et le montant du capital appelé.

Ce bulletin avec tous ces détails peut dispenser l'actionnaire de prendre connaissance des statuts. L'actionnaire a et conserve tous les renseignements nécessaires. Sanction : est nul le bulletin de souscription ne contenant pas intégralement les indications exigées.

Nous avons dit que la législation belge avait également précédé la nôtre en ce qui concerne l'exigence de la publication d'un prospectus préalable à l'émission ou à la mise en vente des valeurs :

Une loi de 1905 a modifié celle de 1873-1886 établissant que :

ART. 34 *bis*. — Toute vente d'actions par souscription publique doit être précédée de la publication aux annexes du *Moniteur* d'une notice datée et signée par les vendeurs et indiquant outre les noms, prénoms, professions et domiciles des signataires :

1° La date de l'acte de société, celle de tous actes apportant des modifications aux statuts et les dates de leur publication ;

2° L'objet de la société, le capital social et le nombre d'actions ;

3° Le montant du capital non libéré et de la somme restant à verser sur chaque action ;

4° La composition des conseils d'administration et de surveillance ;

5° Les énonciations prescrites par l'article 29 *bis*.

6° La date de la publication du dernier bilan et du dernier compte de profits et pertes ou la mention qu'il n'en a pas été publié.

La publication aura lieu dix jours ferme, au moins, avant la vente par souscription publique.

ART. 34 *ter*. — Les souscriptions doivent être faites en double et reproduire les indications prescrites pour la notice par les numéros 1 à 6 de l'article précédent ; elles contiennent en outre :

1° Les noms, prénoms, professions et domiciles des signataires de la notice ;

2° Le dernier bilan et le compte de profits et pertes, ou la mention qu'il n'en a pas été publié.

Les prospectus et circulaires doivent contenir les mêmes indications. Les affiches et les insertions dans les journaux peuvent ne mentionner que la date de la publication de la notice.

ART. 34 *quinter*. — En cas de vente par souscription publique d'actions d'une société existant depuis cinq années au moins, la notice ne doit contenir que les indications requises aux numéros 1°, 2°, 3°, 4° et 6°, de l'article 34 *bis*.

L'article 3 de notre loi de finances du 30 janvier 1907, a réalisé un progrès considérable en imposant à toutes introductions de valeurs sur le marché officiel comme sur le marché en banque une réglementation qui, nous l'avons montrée par une longue suite de textes, existe depuis plusieurs années en d'autres pays; s'il est la réalisation de ce que nombre d'économistes et financiers demandaient depuis longtemps, il n'a pas été favorablement accueilli — et cela n'a rien de surprenant — par certaines personnalités financières qui auraient désiré voir le marché libre garder toutes ses franchises. On en peut juger par un article de M. Vidal sur « La publicité légale des émissions et introductions », du 1^{er} mars 1907 (1).

« Le décret prévu au paragraphe 2 de l'article 3 a paru ce matin seulement au *Journal officiel*. D'après l'article 1^{er}, le titre de la publication sera *Bulletin annexe du Journal officiel de la République française*. Les insertions sont à la charge des sociétés financières.

« Le tarif des insertions est fixé à 2 francs la ligne de

(1) *Cote de la Bourse et de la banque*.

corps sept, la ligne ordinaire du *Journal officiel* prise comme justification (art. 2). Le *Bulletin annexe* paraîtra le lundi de chaque semaine. Les insertions établies sous la responsabilité des signataires devront être remises au plus tard le mercredi de chaque semaine à la direction du *Journal officiel*, direction du *Bulletin annexe du Journal officiel* prévu par la loi de finances du 30 janvier 1907 (art. 7).

« Nous considérons ces dispositions comme tout à fait fâcheuses pour notre marché ! Les esprits amoureux de la belle réglementation des lois ordonnatrices, des organisations d'Etat et autres balivernes, ont applaudi à la mesure de protection de l'épargne publique par l'*Officiel*. Nous avons estimé que c'était l'ombre de la protection. Cette ombre, l'Etat la fera payer 2 francs la ligne.

« Ce prix en tant qu'il est *imposé* est exorbitant ; un journal qui est lu par tout le monde peut faire payer sa publicité plus cher, mais un journal *officiel*, un recueil que l'on consulte et qui ne doit donner que des énumérations ; n'est pas un journal *qu'on lit*.

« Si l'on songe à l'obligation dans laquelle se trouveront les sociétés étrangères de publier *intégralement* leurs statuts, on voit quelle lourde charge leur est impartie. Les capitalistes sérieux se sont toujours procurés facilement les statuts des sociétés étrangères et les organes financiers en donnaient la substance.

« Les autres capitalistes, « ceux qui vont se brûler à toutes les chandelles », ne seront donc pas plus protégés demain qu'ils ne l'étaient hier.

« La mesure est dès lors un *impôt* d'introduction sur le marché financier qui grèvera les frais de publicité des émetteurs, sans profit pour personne. D'ailleurs, on fera

perdre aux sociétés un temps considérable. Les communications au *Journal officiel* passées le mercredi seront insérées douze jours après. Et voilà comment notre marché si vivace devra régler sa marche sur celle de l'administration. L'épargne publique ne sera donc pas plus protégée, mais nous aurons un rouage de plus dans la machine administrative. »

Il ne nous semble pas que cette virulente critique puisse faire regretter aux capitalistes et rentiers une réforme qui, ainsi que nous l'avons dit, était attendue depuis longtemps, et qui ne fait qu'établir pour notre marché ce qui existe pour nombre de marchés étrangers.

Si pour les valeurs émises par les sociétés françaises et étrangères, nous trouvons une très récente protection, plus exactement un commencement de protection, il est malheureusement loin d'en être ainsi pour les autres valeurs étrangères. On pourrait faire d'abord remarquer que les titres émis par les villes, provinces et autres collectivités ne sont pas, en la loi de 1907 comme en d'autres lois antérieures, assimilés à ceux qu'ont émis des sociétés. Mais ce dont nous voulons parler, c'est des fonds d'Etat étrangers. Nous nous trouvons alors en présence d'une absence complète de protection.

La question est controversée de savoir si la législation d'un pays peut intervenir pour protéger l'épargne nationale en forçant des Etats étrangers à se soumettre comme des sociétés aux dispositions qu'il lui plairait d'édicter.

M. Théry est d'avis qu'une semblable protection ne peut être obtenue par acte législatif.

Contre lui s'oppose l'opinion de M. Cauwès, qui tout en reconnaissant qu'il ne peut être fait de distinction entre les *pays prêteurs* et les *pays emprunteurs*, qu'on ne peut

prendre telle réglementation restrictive à l'égard de tel Etat quand tel autre en serait affranchi ; tout en jugeant qu'il est impossible de limiter le droit d'emprunter quelque abus qui ait pu être fait de cette faculté, qu'on ne peut dire à un Etat étranger comme à une société : « Vous maintiendrez tel rapport entre le capital-actions et les obligations », qu'on ne peut dire à un Etat qui a abusé du crédit : « Tu n'emprunteras plus » ; tout en croyant que, même pour les Etats qui ont failli, il est abusif d'exiger ou tout au moins de demander qu'ils assignent un gage spécial aux emprunts qu'ils veulent contracter, de même qu'on outre passe ses droits en demandant, pour remédier aux abus qui se sont produits à la suite de la dépréciation du signe monétaire des divers Etats, le paiement en or ; tout en faisant ces concessions aux idées de M. Théry, en accordant que, comme lui, il pense que sur ces points *il n'y a rien à faire* ; M. Cauwès ne veut pas conclure de tout cela qu'il y a impossibilité d'établir une protection légale des capitaux d'épargne à l'égard des fonds d'Etat étrangers.

« Si nous disons d'une manière générale que celui qui veut emprunter (et les Etats sont des emprunteurs et rien autre chose, et par conséquent nous devons considérer leur situation comme semblable à celle des sociétés par rapport aux obligataires), si nous disons que celui qui veut emprunter, société ou Etat, doit indiquer ses recettes et ses dépenses, il n'y a pas besoin d'une disposition spéciale pour que, appliquant ceci aux Etats, nous demandions, comme condition préliminaire de l'émission de tout emprunt en France, qu'ils fassent connaître leurs recettes et leurs dépenses, cela rentrerait dans l'observation des conditions générales de publicité pour les valeurs mobilières. »

On pourrait même aller plus loin et dire que tout Etat emprunteur — sans pour cela aucunement manquer à la courtoisie internationale, car une règle posée à l'avance ne pourrait froisser aucun Etat déterminé — devrait faire connaître par la publication officielle de statistiques positives quel usage il a fait du crédit qu'il avait déjà obtenu, soit en France soit en tout autre Etat prêteur. Ce lui serait demander non seulement la publication de son budget de recettes et de dépenses, mais aussi des renseignements très détaillés et complets sur la série des emprunts antérieurs, un état analytique de sa dette, et aussi le mode d'exécution de ces emprunts, s'il y a eu des suspensions de paiements, des conversions forcées. C'est, dit M. Cauwès, une indication de fait qu'un Etat, honnêtement, n'a pas le droit de refuser à ceux auprès desquels il vient demander aide, à qui il vient emprunter des capitaux. Il semble en effet qu'une semblable mesure édictée pour tous, ne pourrait en aucune façon froisser les susceptibilités des pays emprunteurs, grâce à une semblable publicité, pour les rentiers qui sauraient profiter de la documentation, des renseignements mis à leur portée, l'insécurité serait quelque peu diminuée.

Mais la masse des épargnistes saurait-elle tirer de cette publication la normale déduction qui leur ferait donner des placements prudents à leurs disponibilités ? Il est permis d'en douter et il faut répéter le mot de M. Théry : il faut surtout que le public fasse son éducation en matière de placements étrangers.

L'Etat ne peut leur donner le discernement qui leur fait peut-être défaut ; les particuliers qui ont des capitaux à placer ne doivent pas être déchargés du soin de savoir choisir quels sont les placements qu'ils doivent faire. Tout ce que

le législateur leur doit, c'est de multiplier par ses prescriptions les éléments d'information nécessaires pour qu'ils puissent prendre un parti en connaissance de cause ;

En 1892, au Congrès international de la paix à Berne, on avait été bien plus loin dans la conception de la protection de l'épargne placée en fonds publics, on avait proposé de transformer radicalement l'émission ou la négociation d'emprunts (1) : actuellement, entre les capitaux qui veulent bien souscrire et l'Etat qui désire emprunter, ce sont des contrats privés qui se forment, l'on avait proposé et souhaité que désormais l'émission fût faite sous forme de contrat international entre deux Etats. Le ministre des affaires étrangères serait le représentant attitré des détenteurs de fonds publics étrangers. Un traité préliminaire à l'émission en aurait réglé les différentes conditions ; une clause de compromis arbitral aurait dû y être introduite de façon à ce qu'en cas de difficultés ultérieures il y ait un juge présentant aux deux parties, toutes garanties d'impartialité.

La hardiesse de semblables propositions les doit faire rejeter (2), mises en pratique le plus sûr résultat serait de gêner considérablement pour les Etats l'appel au crédit. Il faut donc considérer *l'emprunt convention internationale* comme *actuellement* inacceptable, ce sont de ces propositions qui se heurteraient à une fin de non-recevoir absolue si au lieu d'être énoncées dans un congrès de la paix, elles s'adressaient, positives, à un gouvernement quel qu'il soit.

(1) Proposition de M. Garié.

(2) Opinion de M. Cauwès.

§ 2

L'article 3 de la loi du 30 janvier 1907 oblige les émetteurs, introducteurs et metteurs en vente de valeurs mobilières à être domiciliés en France et à revêtir de leur signature le prospectus qui doit être publié.

La responsabilité de l'émetteur sera donc dans l'avenir plus nettement établie en cas de fausse énonciation, et la justice pourra plus sûrement atteindre celui qui, de par la loi est responsable des réticences frauduleuses ou de toutes autres manœuvres destinées à induire le public en erreur.

Ce doit normalement être le second but d'une réglementation ordonnant la publication de renseignements destinés à éclairer le public, que d'établir une sanction judiciaire en cas d'illégale absence de sincérité. C'est la protection répressive que doit assurer la législation nationale : la sanction pénale, la responsabilité de l'émetteur.

On a pu dire qu'elle n'existe pas, cette responsabilité de l'émetteur, dans l'état de la législation antérieure à janvier 1907. Les rares décisions de la jurisprudence sont des arrêts d'espèces dont il est assez difficile de déduire une théorie générale.

Que si l'on envisage quels sont les rapports qui s'établissent entre les souscripteurs et acheteurs de titres mobiliers et les banquiers qui placent ces valeurs dans le public il faut distinguer deux cas (1) : le premier est celui où le banquier est seulement mandataire vis-à-vis de l'Etat ou de la société qui emprunte, procédé employé par les sociétés ou les Etats dont le crédit solide est au-dessus de

(1) Lewandowski, *De la protection des capitaux empruntés par les Etats étrangers ou les sociétés.*

toute discussion, l'emprunteur a établi lui-même le taux de vente ou d'émission de ses titres et c'est directement qu'il les offre au public, il ne s'est adressé à une société de crédit, à une banque, que pour profiter de son organisation, utiliser son personnel, ses caisses et s'assurer aussi les souscriptions de sa clientèle. La banque n'est qu'un intermédiaire pur et simple, le contrat en réalité se forme directement entre l'emprunteur et le prêteur.

Cela surtout au point de vue de l'emprunteur, mais pour le prêteur il ne distingue peut-être pas nécessairement le simple rôle d'intermédiaire de la banque au guichet de laquelle il va acheter son titre et, en fait, la personnalité de cette banque est fort souvent une des déterminantes de sa souscription.

Le second cas est celui où le banquier, ou un syndicat de banquiers, prend ferme le lot de titres à émettre, agit alors pour son propre compte, se présente en quelque sorte comme endosseur des valeurs émises par lui (1).

La banque a versé immédiatement la somme demandée et est propriétaire des titres qu'elle tente d'écouler dans sa clientèle ou qu'elle place d'un bloc par souscription publique.

Dans le premier cas la banque n'avait les titres qu'en dépôt et les acheteurs les reçoivent, ainsi que nous l'avons dit, directement de l'emprunteur ; dans le second, au contraire c'est bien le banquier qui *fait* l'émission.

M. Levandowski pense que dans le premier cas aucune responsabilité ne doit incomber au banquier, celui-ci s'est effacé pour laisser les deux parties en présence, une action lui serait intentée à l'occasion de l'émission qu'il pourrait

(1) Lewandowski, *op. cit.*

demander à être mis hors de cause, aucun lien de droit ne s'étant formé entre lui et les souscripteurs, dans le second cas, au contraire, le rôle du banquier est tout différent : c'est lui qui pour l'Etat ou la société a été le seul prêteur, alors que vis-à-vis du public il a été réellement le vendeur et doit par suite être soumis à certaines obligations de garantie.

D'autres auteurs (1) considèrent différemment cette responsabilité, si le banquier s'est associé aux manœuvres frauduleuses des administrateurs ou a connu l'inexactitude ou la fausseté des énonciations portées dans le prospectus, il a alors commis une faute, et cela par application du principe affirmé par l'article 1382 du Code civil, mais si on ne peut parvenir à prouver à sa charge l'existence de l'un de ces deux faits on ne le doit rendre responsable d'un prospectus qui en réalité n'émane pas de lui, ni lui reprocher de n'avoir pas vérifié si les sûretés promises par les emprunteurs étaient bien réelles ou tout au moins réalisables.

Il semble pourtant qu'il doit être responsable dans une certaine mesure d'un prospectus que, s'il ne l'a signé et rédigé, il a cependant répandu dans le public, il a en effet plus que tout autre des moyens d'information et de contrôle, mais en l'état de la législation antérieure à 1907 aucun texte ne lui impose expressément l'obligation de se livrer à cet examen. La situation maintenant est différente, l'émetteur, ou l'introducteur, doit signer le prospectus, on ne peut admettre qu'il ait pu signer une série d'allégations sans les avoir auparavant soigneusement vérifiées.

(1) Lauret, *Obligations émises par les sociétés*, p. 57.

La jurisprudence a, généralement, paru favorable au principe de la responsabilité de l'émetteur quand l'engagement personnel était caractérisé, résultait nettement du contrat intervenu entre les acheteurs ou souscripteurs et lui, quand les prospectus, les affiches et autres publications ou tous faits occasionnés par l'émission ne laissent aucun doute à cet égard.

Dans ce cas, l'émetteur est considéré par les tribunaux comme débiteur solidaire ou simple caution et ils le condamnent sans s'inquiéter du recours qu'il pourra exercer contre l'emprunteur.

La jurisprudence fait exception à ce principe, pour les emprunts d'Etats étrangers, elle leur reconnaît un caractère spécial. En premier lieu, d'après les Cours et tribunaux, le banquier n'est que mandataire du gouvernement étranger ; d'autre part, les souscripteurs versent les fonds entre ses mains et obtiennent en échange un titre de créance régulier contre l'Etat emprunteur. La banque ne s'oblige donc nullement par cet emprunt, sauf dans le cas de fraude ou de faute personnelle et, bien entendu, dans celui où, dépassant son mandat, le banquier s'adresse directement, en son nom, au public, fait un appel direct à sa confiance et contracte relativement à l'emprunt qu'il émet pour le compte d'un Etat, un engagement personnel, distinct de celui de l'Etat (1). Mais si la jurisprudence reconnaît que cette obligation personnelle peut exister, elle prétend que c'est une supposition théorique qui ne peut être réalisée en pratique.

Un arrêt de la Cour de Paris du 12 février 1880 dit en effet qu'il est inadmissible qu'un Etat au moment même

(1) Lewandowski.

où il fait appel au crédit étranger sous la foi nationale avec offre de garanties personnelles, commence par mettre lui-même sa solvabilité ou sa bonne foi en suspicion en faisant intervenir de simples particuliers comme ses cautions

M. Lewandowski et d'autres auteurs ont avec raison fait observer que, loin de mettre sa solvabilité en suspicion l'Etat rendait son crédit plus efficace en offrant aux souscripteurs, quelqu'un qui pût répondre devant les tribunaux à leurs réclamations, garantie destinée à compenser le grand inconvénient pour les porteurs de fonds publics de n'avoir aucune action contre un gouvernement étranger.

La théorie de la Cour de Paris a reçu son application en deux affaires qui resteront célèbres par l'impunité dont ont joui les banquiers poursuivis. Le premier est celui qu'intentèrent les porteurs des emprunts péruviens à MM. Dreyfus frères (1).

Ces emprunts émis en 1870 et 1871 par les banquiers défendeurs, pour un montant total de 1.218 millions avaient pour garanties les produits des douanes, la vente du guano et la propriété du chemin de fer qui devait être construit avec le produit de l'emprunt. Le Pérou avait cessé de payer les intérêts en 1876.

Les demandeurs avaient assigné MM. Dreyfus en paiement des intérêts arriérés, basant leur réclamation sur les engagements personnels que ceux-ci avaient contractés et sur le fait qu'ils étaient détenteurs de guanos, gage de l'emprunt, ils demandaient en outre des dommages-intérêts à raison des manœuvres dolosives qui avaient entouré

(1) Lewandowski, *op. cit.*

l'émission, disant que tout au moins il y avait eu quasi-délit ou faute, ils réclamaient également la mise sous séquestre des guanos possédés par MM. Dreyfus et subsidiairement reddition de comptes pour toutes opérations relatives à l'emprunt.

Le tribunal de la Seine, par jugement rendu le 10 janvier 1877, reconnut — en principe — qu'il y avait obligation personnelle des banquiers émetteurs, refusant cependant que les coupons impayés fussent à leur charge, et de maintenir le gage des créanciers sur les guanos, ordonnant seulement qu'il serait fait état de toutes les ventes qui en seraient faites.

Les porteurs interjetèrent appel. La sentence du tribunal de la Seine fut réformée par arrêt de la Cour en date du 25 juin 1877, déclarant que les émetteurs n'avaient pas engagé leur responsabilité personnelle et qu'il n'y avait eu, d'autre part, ni faute ni dol qui pût motiver leur responsabilité.

Après un pourvoi en cassation, la Cour suprême, en un arrêt du 14 août 1878, déclara la décision de la Cour d'appel, souveraine sur l'interprétation du contrat quant à l'obligation personnelle des banquiers défendeurs, et sur la contestation des faits constituant la fraude, quant à la responsabilité délictuelle des frères Dreyfus.

Un autre groupe de souscripteurs ayant intenté une autre action en 1880 ne put obtenir un meilleur résultat.

Le second procès fut celui du chemin de fer du Honduras (1).

Les porteurs impayés prétendaient que la responsabilité des banquiers qu'ils poursuivaient ressortait des manœu-

(1) Lewandowski.

vres frauduleuses pratiquées pour amener la souscription de l'emprunt, des affirmations inexactes sur les ressources du pays emprunteur, du paiement anticipé des coupons, destiné à créer une hausse factice.

Un jugement du 21 mars 1878 débouta les demandeurs, déclarant que les banquiers émetteurs avaient dû se soumettre au bon vouloir du gouvernement du Honduras, à qui il fallait imputer les manœuvres frauduleuses qui avaient causé les poursuites.

La Cour, par arrêt du 26 février 1880, confirma ce jugement, se basant sur des considérations analogues.

Jurisprudence qui paraît regrettable, car si un tribunal ne peut ni ne doit juger les actes d'un gouvernement étranger, il n'apparaît pas que nécessairement cette immunité doit nécessairement couvrir les complices de ce gouvernement.

Pour les valeurs autres que les fonds d'Etat, les tribunaux sont plus favorables aux droits des souscripteurs et porteurs de titres, un grand nombre d'arrêts établissent que le banquier doit vérifier la véracité des allégations du prospectus (1).

Un arrêt de la Cour de cassation, en date du 18 mars 1891 (2), pose en principe que : une maison de banque qui a prêté son concours à l'émission d'obligations d'une société industrielle est à bon droit déclarée responsable envers les porteurs des obligations qui ont souscrit sur la

(1) Paris, 22 mars et 12 août 1887, *Journal des sociétés*, 1888 ; Paris, 5 décembre 1887, *Revue des sociétés*, 1888 ; Paris, 22 mars 1877, S. 79.2.135 ; Cass., 14 août 1878, D. 79.1.57 ; Paris, 12 juin 1886, *Journal des sociétés*, 1887 ; Orléans, 18 janvier 1882, *Journal des sociétés*, 1884 ; Rouen, 22 mars 1882, *Journal des sociétés*, 1883 (jugements et arrêts cités par Levandowski).

(2) S. 94.1.70, D. 91.1.401.

foi de prospectus mensongers, lorsque la dite maison a pris une part directe à la rédaction de ce prospectus dont elle ne pouvait ignorer les inexactitudes ; la maison de banque ne peut être considérée comme un simple intermédiaire entre l'emprunteur et les souscripteurs des obligations — ouvrant ses guichets pour recevoir les souscriptions sans être responsable des moyens employés.

D'autres arrêts, il ressort que le banquier chargé de l'émission d'obligations, qui s'est associé aux manœuvres frauduleuses de l'emprunteur, ayant pour but de faire croire que les obligations mises en vente étaient des titres hypothécaires alors qu'elles ne reposaient nullement sur un gage de cette nature, doivent être condamnés solidairement (1).

Le banquier n'occupe pas en effet une situation ayant un caractère de neutralité entre l'emprunteur et le prêteur, il participe toujours à l'offre, il cautionne moralement par l'insertion de son nom les énonciations du prospectus.

L'arrêt de la Cour de cassation de 1891 dont nous avons déjà parlé, établit une distinction quant aux porteurs à qui réparation est due :

« Attendu que l'arrêt attaqué a divisé les porteurs d'obligations en deux catégories : la première comprenant ceux qui les avaient souscrites au moment de l'émission, la seconde comprenant ceux qui avaient acquis leurs titres postérieurement à l'émission ;

« Que pour les premiers, il a été déclaré qu'ils n'avaient pris part à la souscription que sur la foi des énonciations mensongères du prospectus ; que dès lors, l'établissement

(1) Paris, 12 août 1879, D. 80.2.41 ; Paris, 4 juin 1875, S. 76.1.457 (arrêts cités par Levandowski).

émetteur leur devait pleine et entière réparation du préjudice causé par sa faute ;

« Que pour les seconds, s'il a été déclaré que puisque tous avaient été manifestement entraînés à l'acquisition des obligations par le succès de l'emprunt et par les cours de la valeur sur le marché, c'est-à-dire par des circonstances dérivant des fautes mêmes dont l'établissement émetteur, comme les autres défendeurs, avait assumé la responsabilité, il n'a pas condamné le dit établissement à réparer envers tous les porteurs d'obligations de cette catégorie le préjudice causé par l'acquisition des obligations dont ils étaient nantis ;

« Qu'il n'a, au contraire, reconnu fondée, l'action en dommages-intérêts qu'à l'égard de ceux qui avaient acquis leurs titres à une époque où ils pouvaient encore être considérés comme ayant été entraînés par le prospectus d'émission et par le succès de l'emprunt qui en avait été la conséquence ;

« Que quant à ceux des obligataires demandeurs dont l'acquisition ne pouvait, eu égard aux circonstances et à la date du jour où elle avait eu lieu, être imputée aux inexactitudes du prospectus ni à leurs conséquences, l'arrêt attaqué a repoussé leur action en réparation d'un dommage qui ne se reliait pas nécessairement aux fautes relevées contre la banque .. En conséquence, la Cour de cassation rejette le pourvoi et confirme l'arrêt sus-énoncé (1). »

La théorie contraire : responsabilité envers tous les porteurs, avait été énoncée en 1877 (2) par la Cour de Paris. Un arrêt de la Cour de Dijon (3) déclare qu'un éta-

(1) Cité par Levandowski, *op. cit.*

(2) Paris, 22 mars et 12 août 1877, *Journal des sociétés*, 1880.

(3) 12 avril 1894, D. 95. 2. 467.

blissement financier chargé pour le compte d'un tiers d'opérer la souscription à un emprunt public, n'encourt de ce chef aucune responsabilité, bien que le montant des sommes souscrites ait été dissipé par l'emprunteur et que les obligations délivrées en échange se trouvent dépourvues de toute valeur, alors qu'il n'a nullement provoqué cette souscription par ses conseils et qu'il n'a fait aucune publicité pour l'émission dont il ignorait les vices et n'avait pas mandat de contrôler le mérite.

Quant aux conséquences de la responsabilité, lorsqu'elle est admise la jurisprudence est divisée. Un arrêt de la Cour de Paris (3 décembre 1887) semble juger que seuls des dommages-intérêts peuvent être accordés ; la Cour de cassation (18 mars 1891) condamna la banque à rembourser la valeur des titres souscrits, plus les intérêts dus au jour de la demande.

La jurisprudence admet donc la responsabilité quand la banque a coopéré à la rédaction des prospectus, par le fait d'avoir adressé les prospectus elle est considérée comme ayant contrôlé les affirmations de l'emprunteur ; elle ne l'admet pas dans le cas contraire. Le principe est nettement affirmé dans un arrêt assez récent : affaire *La Paccha et Jaz Pampa nitrate Company limited*, Cour de Paris, 20 novembre 1902 (1), appel d'un jugement du tribunal de commerce du 16 février 1901 qui établit ainsi la responsabilité du banquier introducteur de titres étrangers : Le banquier qui le premier introduit sur le marché français des actions d'une société créée à l'étranger plusieurs années auparavant ne peut être considéré comme émetteur de titres dans la véritable acception du mot,

(1) D. 03.2.493.

quand son rôle a consisté simplement à acheter comme banquier, lesdits titres pour les placer en France.

Il ne saurait être responsable, en sa seule qualité de vendeur, de l'avenir qui peut être réservé aux titres par lui offerts au public français, il ne peut être tenu vis-à-vis des acquéreurs que si on relève dans la publicité faite ou dans les circulaires inspirées par lui des faits faux ou des allégations inexactes permettant de soutenir qu'il a trompé les acheteurs de titres sur la nature et la valeur de l'objet qu'il a mis en vente.

Il faut souhaiter vivement que les intermédiaires soient considérés responsables le plus souvent possible, qu'une large application de la loi pénale leur soit faite (1) ; ce principe bien établi rendrait les émetteurs sinon plus scrupuleux, du moins plus circonspects dans leurs opérations. Ainsi que nous l'avons dit au début, la protection répressive de l'épargne française doit être une jurisprudence étendant largement la responsabilité de tous émetteurs et introducteurs de valeurs sur nos marchés.

(1) C. pén., art. 405 : manœuvres frauduleuses ; art. 59 et 60 : complicité.

CONCLUSION

LÉGISLATION INTERNATIONALE

La protection organisée, exercée par la législation nationale pourra s'étendre, devenir plus effective, le législateur convaincu de la nécessité de concilier la liberté du commerce des valeurs mobilières avec le devoir qui lui incombe de sauver l'épargne des dangers et des catastrophes où trop souvent elle s'amointrit, saura trouver les dispositions habiles qui assureront cette protection sans trop nuire à cette liberté ; protection légale qui sera puissamment secondée par la lutte défensive des associations de porteurs contre les sociétés et les Etats qui mettent en péril, par leur malhonnêteté ou leur impéritie, les intérêts de leurs adhérents.

Certains économistes ont pensé qu'il fallait aller plus loin et ont parlé d'arbitrage et de législation internationale qui pourraient régler, qui peut-être régleront un jour des questions dont l'importance et la difficulté grandissent avec leur objet.

Le développement très considérable de la fortune mobilière, l'inévitable accroissement pour certaines nations puissantes et riches, des placements extérieurs, l'insuffisance des législations, leur impuissance causée par leur diversité ont déterminé ces économistes à penser qu'il serait très souhaitable, et même très nécessaire, de voir s'établir une législation internationale des valeurs mobilières.

Ils ont émis le vœu, sans croire à sa réalisation prochaine, que — particulièrement pour les emprunts d'Etat — d'une entente internationale sorte une réglementation uniforme qui, peu à peu, par tous les pays serait acceptée, ainsi que cela s'est déjà fait pour l'Union postale universelle, la garantie des droits des inventeurs (Convention de Berne), les droits des neutres, la Croix-Rouge (Convention de Genève), etc.

Nous avons déjà parlé en un chapitre précédent (1) de la proposition faite par M. Garié au Congrès international de la Paix qui siégea à Berne en août 1892. Il avait émis l'idée de faire intervenir l'arbitrage en ce qui touche les relations entre les Etats débiteurs et leurs créanciers, arbitrage qui aurait été réglé, prévu d'avance en la convention internationale par laquelle l'emprunt aurait été accepté. Proposition qui fut jugée inadmissible, utopique, parce que prématurée.

Le mouvement de l'opinion en faveur de l'arbitrage, moyen rationnel de conciliation entre les nations dont les intérêts sont en conflit, est encore récent ; les idées ne sont pas encore acceptées — en pratique — par tous les gouvernements, pour tous les différends qui pourraient être soumis à une Cour d'arbitrage. Nous ne sommes qu'à la période de préparation, de discussion et on ne peut concéder à l'idée de faire une large part à l'arbitrage aux dépens de celle jusqu'ici réservée à la guerre, que de bien faibles chances de réalisation prochaine.

Mais de nombreuses et délicates questions ont été déjà réglées par ce moyen, à la veille de se transformer en conflits aigus ; et il semble que l'arbitrage serait plus facile

(1) Ch. III, « Législation nationale », *in fine*.

qu'en toute matière quand il n'aurait à solutionner que des difficultés d'ordre financier.

« Les intérêts vitaux du pays, les sentiments de jalousie indépendante et de fierté nationale ne risquent pas d'être compromis ou froissés parce qu'un procès civil aura été perdu devant des arbitres » (1). Il nous semble que l'Etat qui éprouve un besoin immédiat, pressant d'argent, accepterait, serait forcé d'accepter, la clause compromissaire que les Etats prêteurs lui imposeraient, et l'obligation pour lui de se procurer les fonds nécessaires le ferait hésiter avant d'opposer à cette proposition une fin de non-recevoir formelle.

L'arbitrage en pareille matière réglerait les difficultés qui pourraient s'élever sur l'interprétation du contrat d'emprunt, sur le mode, le lieu de paiement des coupons et arrérages, en quelle monnaie ce paiement devrait être fait et généralement toutes questions qui n'auraient été explicitement réglées dans le contrat primitif d'émission.

Lorsque les circonstances l'exigeraient, une mission plus étendue pourrait être attribuée aux arbitres qui rempliraient alors le rôle actuellement exercé par les comités de défense réunis par initiative privée : substitution de nouveaux gages à ceux qui originairement avaient été donnés comme garantie de la dette, conversion et modification de cette dette, délais moratoires, voire même concordat quand les ressources de l'Etat débiteur ne lui permettraient plus de faire face à tous ses engagements.

Certains auteurs (2) sont allés très loin dans les pouvoirs

(1) Lacombe, « De la défense des porteurs de titres de fonds d'Etat étrangers ». Rapport au Congrès international des valeurs mobilières.

(2) Levandowski, Garié.

que pourraient avoir le tribunal arbitral quand le contrat aurait été violé, inexécuté.

On est allé jusqu'à leur donner le droit « d'ordonner la fermeture générale des marchés, la radiation de la cote de la Bourse, la suspension des traités de commerce et par suite, l'isolement absolu de l'Etat qui résisterait : ce serait une sorte de quarantaine, un interdit international » (1).

M. Lacombe pense qu'on ne pourrait aller jusque-là ; qu'il y aurait un réel danger à confier à des arbitres des pouvoirs aussi étendus, aussi redoutables. Les Etats créanciers eux-mêmes, ne consentiraient pas à leur remettre le droit de suspendre des traités internationaux dont l'importance, au point de vue des échanges respectifs, pourrait de beaucoup dépasser les intérêts des porteurs. Pour lui, l'arbitrage international doit prendre fin par la déclaration des arbitres qu'ils n'ont pu obtenir ce qu'ils avaient demandé, jugé équitable. « C'est à d'autres qu'eux qu'il appartient de prendre les mesures d'exécution et de répression contre l'Etat qui persiste à violer ses engagements solennels ; c'est le droit international qui seul peut alors entrer en jeu, mais dépouillé de toute appréciation arbitraire et reposant sur un document dont l'autorité ne peut pas être mise en contestation » (2).

Jugeant désirable que le droit international public, comme le droit international privé soient, au moins en ce qui concerne les principes généraux, précisés, voire codifiés, acceptés comme règle uniforme par toutes les nations civilisées. M. Lacombe voudrait qu'on ne fût plus obligé de s'en rapporter uniquement à des appréciations indivi-

(1) Levandowski, p. 67, *De la protection des capitaux empruntés en France*.

(2) *Op. cit.*

duelles, parfois contradictoires de divers auteurs, ou bien à une sorte de droit traditionnel, qui ne peut trouver de base que dans des faits historiques offrant une ressemblance plus ou moins éloignée avec ceux qui se présentent chaque jour.

Et spécialisant son désir de voir nettement établi ce droit international, il indique que les plus grands et les plus pratiques avantages seraient présentés par une codification de ce genre précisant les principes à appliquer en matière d'émission des emprunts d'Etat, ainsi que les mesures possibles en cas d'inexécution ou de violation du contrat.

Mais cette législation internationale pour être complète, devrait étendre sa réglementation protectrice sur tous les porteurs de valeurs mobilières et non exclusivement sur les détenteurs de fonds publics.

Il faudrait qu'elle réalisât particulièrement, les vœux émis par le Congrès international des valeurs mobilières de 1900, pour l'adoption d'un système uniforme de législation sur nombre de points qui, par la diversité des lois de chaque pays, sont des dangers très grands pour la sécurité des porteurs de valeurs mobilières.

Nous avons vu en un chapitre précédent, le vœu qui sur la proposition de M. Lyon-Caen fut voté au sujet de la législation des titres perdus ou volés, il faut y rattacher celui de la création d'un « Bulletin international des oppositions ».

Il fut également jugé souhaitable par certains membres du congrès (1) : que la législation concernant les titres au porteur frappés d'opposition fût modifiée en ce qui touche la taxe annuelle de transmission. « Un bu-

(1) Neymarck, *Rapport général*.

reau international devrait être organisé d'accord entre toutes les puissances pour juger les difficultés soulevées par les oppositions faites dans le pays d'origine d'une valeur, sur des titres négociés hors de ce pays » ; qu'une entente internationale intervînt pour tracer un cadre des charges fiscales qui frappent les valeurs mobilières dans les divers pays ;

Qu'une convention internationale fût établie entre les principaux Etats prêteurs pour mettre un terme aux abus dont les porteurs de titres sont victimes d'autres Etats emprunteurs et de débiteurs gênés ou de mauvaise foi.

Cette dernière proposition, la plus hardie, la plus complète surtout, est celle qui résulte du rapport déposé par M. Lacombe, vice-président de l'*Association nationale des porteurs français de valeurs étrangères*. Rapport que nous avons déjà cité, que nous citerons encore, car nous n'avons pu nous empêcher de faire nôtres les idées que M. Lacombe a émises en cet ouvrage.

L'adhésion de tous les Etats emprunteurs serait, en quelque sorte, forcée par une convention qui unirait les quatre pays qui prêtent aux gouvernements obérés : la France, l'Angleterre, l'Allemagne, la Belgique.

« Une émission qui n'aurait de points d'appui ni sur la place de Paris, ni sur celle de Londres, ni sur les places allemandes, ni à Bruxelles, ne trouverait guère de souscripteurs en dehors de son pays d'origine. »

Il serait donc suffisant qu'une entente fût acceptée par ces pays prêteurs pour que tous les Etats emprunteurs fussent obligés d'accepter les conditions qui leur seraient offertes, imposées.

M. Lacombe formule ainsi les points essentiels d'une semblable convention internationale :

« a) Aucune émission d'un emprunt étranger ne sera permise dans les pays contractants et aucune valeur étrangère ne sera admise à la cote dans les Bourses de ces pays, si l'Etat emprunteur n'a pas donné son adhésion aux conditions suivantes :

b) Toute émission sera précédée d'un prospectus, faisant connaître d'une manière précise : 1° le montant total de l'emprunt à contracter, le lieu et le mode de souscription ; — 2° le chiffre des intérêts, les places sur lesquelles ils seront payés, les institutions chargées de ces paiements, la monnaie dans laquelle ils seront effectués ; — 3° le cas échéant, le gage spécial concédé aux souscripteurs et la manière dont ces derniers seront mis en possession effective de ce gage ; — 4° enfin, le mode et la quotité de l'amortissement.

c) L'Etat emprunteur s'interdira formellement d'apporter aux conditions indiquées par le prospectus d'émission, aucune modification de nature à préjudicier aux droits des créanciers, à leurs intérêts et aux sûretés qui leur ont été données. Dans le cas où une modification de cette nature serait impérieusement motivée par des circonstances exceptionnelles, elle ne pourra être réalisée qu'après accord avec les représentants des créanciers, ou en vertu de la décision arbitrale prévue ci-après.

d) Toute difficulté au sujet de l'emprunt à contracter, qui pourrait se présenter entre l'Etat emprunteur et les porteurs ou leurs représentants, sera soumise à l'arbitrage. Le tribunal arbitral sera composé de membres nommés : un tiers par l'Etat débiteur, un tiers par les créanciers ou leurs représentants ; les arbitres ainsi nommés désigneront le dernier tiers avant de commencer leurs opérations. En cas de désaccord, le choix sera remis à une personne-

lité étrangère au différend. Les pouvoirs les plus absolus seront conférés aux arbitres, dont la décision, rendue sans formalités, ne donnera lieu à aucun recours et devra être exécutée complètement et de bonne foi.

e) Aucun emprunt ne sera admis, dans les pays contractants, de la part de tout Etat qui, à la suite d'une admission précédente, aurait manqué à ses engagements, se serait dérobé à l'arbitrage, ou se serait refusé à l'exécution d'une décision arbitrale. »

En attendant l'élaboration d'une législation internationale nous ne pouvons que nous associer au vœu de M. Lacombe qui considère comme une mesure préparatoire de plus facile réalisation, une entente pour que l'admission à la cote soit régie à Paris, à Londres, à Berlin et à Bruxelles par des règles identique ; pour que, sur ces quatre grands marchés, l'admission soit refusée à toute société, à tout Etat qui ne voudrait satisfaire à l'exigence de toutes conditions de garantie et de publicité destinées à écarter les valeurs dangereuses pour les capitaux d'épargne.

Un résultat pratique d'une très réelle, très sérieuse importance serait obtenu, si par suite d'une entente qui ne paraît présenter aucune impossibilité, la Chambre syndicale des agents de change de Paris, le conseil supérieur des Bourses de Berlin et de Francfort, le comité du Stock-Exchange et le comité de la Bourse de Bruxelles adoptaient des règles uniformes et les imposaient ainsi à tous les autres Etats émetteurs d'emprunts, menaçant ceux qui ne les voudraient accepter, d'un blocus européen des cotes.

Ce serait le premier pas fait vers l'entente d'où sortira peut-être, un jour encore très éloigné, une législation internationale des valeurs mobilières qui seule pourra assurer la complète garantie des porteurs des différents pays.

ANNEXES

1° ANNEXES AU CHAPITRE I, 2° PARTIE, SECTION I : POLITIQUE FISCALE
Régime fiscal des valeurs mobilières en Europe (Tableaux).

2° ANNEXES AU CHAPITRE I, 2° PARTIE, SECTION II : INITIATIVE PRIVÉE

1. Black lists of the Council of foreign bondholders.

Historiques de quelques dettes sud-américaines.

2. Une affaire de l'Association nationale (*Le gaz de Madrid*).

3. Statuts de l'association d'Anvers.

RÉGIME FISCAL DES VALEURS

Impôts perçus à l'occasion
de la création
des titres ou de leur introduction

Impôts perçus à l'occasion
de la
transmission des titres

1° France.

a) Titres français.

Droit de timbre (décimes compris) :

1° Sur les actions d'une durée de 10 ans et moins : 0. 60 0/0 ;

2° Sur les actions d'une durée supérieure à 10 ans : 1. 20 0/0.

3° Sur les obligations : 1. 20 0/0 ;

Ce droit peut être remplacé par un abonnement annuel, 0. 06 0/0.

Les fonds d'Etat français sont exemptés de ce droit : les obligations du Crédit foncier et fonds coloniaux 5 0/0 (Indo-Chine, 3 1/2 0/0) sont timbrés à raison de 0. 50 0/00.

b) Titres étrangers.

Timbre sur les titres des sociétés étrangères non abonnées : 2 0/0.

Timbre sur les titres des sociétés étrangères abonnées : 0. 06 0/0 (perçu sur la quotité des titres imposable déterminée par le ministre des finances ; cette quotité est au minimum de 1/10 du chiffre total des actions de la société et de 2/10 du chiffre des obligations).

Timbre sur les titres de gouvernements étrangers : 1 0/0 (sauf en ce qui concerne les titres timbrés à 1/2 0/0 avant le 1^{er} janvier 1899).

Droit de mutation entre vifs :

1° Sur les titres nominatifs (actions ou obligations : 1/2 0/0 sur le prix de cession ;

2° Sur les titres au porteur : 0. 20 0/0 sur le cours moyen du titre pendant l'année précédente.

Les fonds d'Etat sont exempts du droit de transmission.

Les titres des sociétés étrangères abonnées sont passibles du droit de 0. 20 0/0 (tous considérés comme au porteur).

La transmission par actes de titres de sociétés étrangères non abonnées, dernière ouverture, au droit de 0. 50 0/0 au principal, plus 2 décimes et demi, pour les actions, 1. 25 0/0 pour les obligations (valeur réelle) ; pour titres de rente, 2. 50 0/0 au principal (valeur réelle).

Pour les transmissions à titre gratuit, droit proportionnel s'élevant jusqu'à 13.50 0/0 si elles ont lieu entre vifs et taux progressif par tranches (1 à 20. 50 0/0) pour les mutations par décès.

MOBILIÈRES EN EUROPE.

Impôt sur le revenu des sociétés
et sur le revenu des titres.
Impôts sur le revenu des capitaux

Impôts sur
les
opérations de Bourse

1° France.

Impôt sur le revenu perçu à raison,
de 4 0/0 sur le montant du dividende
intérêts et primes de remboursement,
bénéfices des sociétés, des obligations,
etc.

Sur le montant des lots (à l'exclu-
sion des primes de remboursement),
8 0/0.

Les fonds d'Etat sont exempts de
l'impôt sur le revenu.

Taxe sur les opérations de Bourse :
1° Négociations de rentes française ;
0. 01 1/4 par 1 000 francs, sur les
affaires ordinaires ;
0. 006 1/4 0/00 sur les reports ;
2° Négociations de toutes autres va-
leurs ;
0. 05 0/00 sur les affaires ordinaires ;
0. 02 1/2 0/00 sur les reports.

Impôts perçus à l'occasion
de la création
des titres ou de leur introduction

Impôts perçus à l'occasion
de la
transmission des titres

2° Allemagne.

Droit de timbre.

1° Sur les actions des sociétés allemandes : 2 0/0 ;

2° Titres de rente et sur les obligations allemandes (à l'exception des fonds de l'Empire et des Etats confédérés qui sont exempts) : 6 0/00 ;

3° Sociétés minières allemandes ou étrangères, 1 mark 50 par titre, plus un droit de 1 0/0 sur les versements effectués depuis le 1^{er} juillet 1900 ;

4° Titres de rente allemands et obligations émises avec l'autorisation de l'Etat, par les associations de communes, banques hypothécaires, etc. : 2 0/00 ;

5° Actions de sociétés étrangères : 2 1/2 0/0 ;

6° Obligations de sociétés étrangères (sauf les compagnies de chemins de fer) 1 0/0 ;

7° Titres de rente d'Etats étrangers et obligations de compagnies de chemins de fer étrangères : 6 0/00 ;

Droit sur les achats.

1° Sur les rentes et obligations allemandes ; sur les rentes et obligations d'Etat étrangères et sur les obligations de compagnies de chemins de fer étrangères : 2/10 0/00 ;

2° Actions allemandes et étrangères, sur les obligations de sociétés étrangères (chemins de fer exceptés) : 3. 10 0/00 ;

3° Parts de mines : 1 0/00 ;

Si un seul des intéressés dans la transaction a sa résidence en Allemagne, il n'est dû qu'un demi droit seulement lorsque la transaction est conclue à l'étranger.

Le droit de succession atteint toutes valeurs mobilières appartenant à des personnes domiciliées dans le royaume, y compris les titres déposés à l'étranger, sous déduction des droits acquittés dans les pays où ils se trouvent.

3° Autriche.

Droit de timbre.

Les fonds d'Etat de l'Empire en sont exempts :

1° Titres au porteur de sociétés d'une durée de 10 ans au moins, et titres nominatifs de sociétés : droit gradué correspondant à 5/16 0/0 ;

2° Titres au porteur des sociétés d'une durée supérieure à 10 ans : droit gradué

Les transmissions à titre onéreux payent des droits variés selon qu'elles ont pour objet des valeurs incorporelles ou des objets matériels. Donations entre vifs et successions : 1, 2, 4, 8 0/0 plus l'impôt additionnel de 25 0/0 et les taxes communales, suivant le degré de parenté. Il existe un droit additionnel de mutation sur les immeubles.

Impôts sur le revenu des sociétés
et sur le revenu des titres.
Impôts sur le revenu des capitaux

Impôts sur
les
opérations de Bourse

2° Allemagne.

Impôt sur le revenu.

Il est variable suivant les Etats. Les revenus provenant de la fortune mobilière et du capital sont compris, pour le calcul de l'impôt annuel, dans le revenu global déclaré.

Exemples de quotité de l'impôt sur le revenu :

a) *En Prusse.*

	marks	
De 900 à	1.050.	6
1.050 à	1.200.	9
1.200 à	1.350.	12
3.000 à	3.300.	60
9.500 à	10.500.	300
	100.000.	3.900

b) *En Alsace-Lorraine.*

L'impôt sur le revenu est de 3 0/0.
Jusqu'à 4. 000 marks une partie seulement du revenu supporte l'impôt.

3° Autriche.

Impôt sur le revenu.

10 0/0 sur les titres de la dette publique, sauf la dette unifiée qui est soumise à l'impôt de 16 0/0 et quelques autres exceptions.

1 1/2 0/0 sur les obligations foncières ; 2 0/0 sur tous les autres intérêts et rentes.

Les mêmes droits sont perçus sur les

L'impôt sur les opérations de Bourse

est perçu par unité d'opération, c'est-à-dire, à la Bourse de Vienne, par 5.000 florins de capital pour les titres négociés en pour cent et par 25 titres pour les valeurs négociées au nombre de titres.

Le droit est de 50 kreuzer pour les actions et pour les obligations à primes,

Impôts perçus à l'occasion
de la création
des titres ou de leur introduction

de 5/8 0/0 ;

3° Timbre sur les feuilles de coupon,
5/16 0/0 ;

4° Titres étrangers : 5/8 0/0.

Les primes de remboursement et les
lots sont soumis à un droit de 20 0/0.

Les titres des communes, des sociétés
de crédit foncier, chemins de fer,
etc.,, bénéficient d'un régime de faveur.

Impôts perçus à l'occasion
de la
transmission des titres

L'impôt est exigible, d'après des règles
spéciales, sur les valeurs mobilières
situées à l'étranger ou dépendant
de successions ouvertes à l'étranger.

4° Bulgarie.

Droit de timbre gradué, correspondant à... 1/2 0/00.

Sont exempts les emprunts de l'Etat,
les bons du Trésor et autres fonds publics,
les obligations de la Ville de Sofia et de la Banque nationale bulgare.

5° Belgique.

Droit de timbre sur les actions et obligations d'une durée de 5 ans ou moins. : 1/2 0/00
d'une durée de plus de 5 ans : 1 0/00

Les fonds d'Etat, obligations des provinces, des communes et quelques autres sont exempts de ce droit.

Les titres étrangers ne supportent, en fait, le droit de timbre qu'autant qu'il en est fait usage en justice.

1° Actions émises par des sociétés dont le siège est établi en Belgique ou à l'étranger : 0,65 0/0

Capital nominal.

2° Rente belge *exempte de droits* ;

3° Obligations au porteur des sociétés, de communes ou provinces belges 1.40 0/0

4° Obligations au porteur des sociétés, de communes ou provinces étrangères :

Cession de gré à gré. . . 1.40 0/0

Ventes publiques 1.65 0/0

Impôts sur le revenu des sociétés
et sur le revenu des titres.
Impôts sur le revenu des capitaux

Impôts sur
les
opérations de Bourse

titres étrangers; toutefois, sont exempts de droits, comme frappés d'un impôt spécial, les intérêts des titres étrangers pour lesquels l'impôt est déjà déduit à l'étranger sur le revenu du titre, par exemple, la rente italienne 5 0/0.

De plus, la loi confère à l'administration le droit d'appliquer le principe de réciprocité; ainsi les valeurs françaises (autres que la rente) sont soumises à l'impôt sur le revenu en Autriche, parce que les valeurs autrichiennes le payent en France.

à l'exception des titres d'emprunts d'Etat à primes.

20 kreuzer pour les autres.

Pour les opérations n'excédant pas 500 florins, ce droit est réduit à 5 ou 10 kreuzer.

4 Bulgarie.

Les personnes qui retirent un revenu de capitaux, titres, pensions, payent une taxe de 2 0/0 jusqu'à 5.400 francs de revenu. Au delà de 5.400 francs la taxe s'élève jusqu'à 8 0/0.

5^e Belgique.

Il n'existe pas, à proprement parler, d'impôt sur le revenu des valeurs mobilières. Les bénéfices nets des sociétés sont passifs d'un *droit de patente*: 2 0/0 sur les bénéfices nets de l'année (avec les centimes additionnels au profit de l'Etat: 2.40 0/0), plus les taxes provinciales et communales additionnelles qui représentent 50 0/0 environ de l'impôt d'Etat (A Bruxelles: 72 0/0 de la taxe principale).

Sauf dans les provinces du Brabant et de Liège, les bénéfices nets des sociétés étrangères ayant des succur-

Les bordereaux d'agents de change sont soumis au timbre de dimension, en principe. Ce timbre est exigible sur tous actes ou écrits susceptibles de faire titre en partie. Droit rarement payé en fait. La négociation des titres de Bourse ne donne ouverture à aucun droit spécial.

Impôts perçus à l'occasion
de la création
des titres ou de leur introduction

Impôts perçus à l'occasion
de la
transmission des titres

Valeur d'après le prix courant.

5^e Rentes étrangères, titres portés ou
non portés au prix courant :

Cession de gré à gré. . . 2.70 0/0

Ventes publiques et aux enchères. .

. 0.65 0/0

Droit d'enregistrement sur les dona-
tions mobilières : 0.35, 0.65, 1.70 ;
3.40 0/0 selon le degré de parenté.

Droits de succession : 5.50 à 13.80 0/0.

Droits de mutation : 1.40 0/0 en ligne
directe et époux, et 6.80 0/0 dans tous
les autres cas, sur la valeur, sans dis-
traction des charges. Les droits sont
dus par toute personne ayant son domi-
cile ou le siège de sa fortune à l'étran-
ger.

Tout étranger, héritier dans une
succession, est obligé de fournir caution
pour le paiement des droits de succes-
sion.

6^e Espagne.

Droit de timbre.

Les fonds publics en sont exempts.

Actions, obligations d'une durée de
10 ans ou moins, droit gradué de
2 0/00 ; d'une durée de plus de 10 ans :
4 0/00.

Les droits sont les mêmes sur les
actions et obligations étrangères.

Les droits sont doublés lorsque la
durée de la société ou de l'emprunt est
supérieure à dix années.

Les titres ne faisant pas mention de
valeur nominale sont timbrés à raison
de 5 pesetas par titre.

Droit annuel de négociation : 1 0/00
sur le cours moyen du titre, de l'année
précédente.

Les sociétés étrangères payent ce
droit de 0.50 0/0 sur le capital destiné
à leurs opérations en Espagne.

Droit de transmission à titre oné-
reux : 0.50 0/0 plus un droit de timbre
gradué de 2 0/0.

Droit de transmissions à titre gra-
tuit : 1.40 à 12.60 0/0.

Impôts sur le revenu des sociétés
et sur le revenu des titres.
Impôts sur le revenu des capitaux

Impôts sur
les
opérations de Bourse

sales en Belgique ne supportent pas
actuellement l'impôt ci-dessus.

6° Espagne.

Impôt sur les revenus provenant du capital :

20 0/0 sur les intérêts de la dette publique ;

5 0/0 sur les dividendes des banques ;

3 0/0 sur les dividendes et intérêts de toutes autres valeurs, actions, obligations, primes ou remboursement. Les dividendes des sociétés minières payent seulement 2 0/0.

En outre, les sociétés payent un impôt variant de 6 à 15 0/0 sur leurs bénéfices nets (impôt sur les revenus combinés du travail et du capital).

Les titres de la dette extérieure pos-

Droit de timbre sur les opérations de Bourse, au comptant : 0.10 0/00.

A terme : 1 peseta (droit fixe).

Si l'opération à terme se termine par une livraison de titres, le droit est perçu comme sur une opération au comptant.

De plus, les registres des agents de change et courtiers sont soumis à un droit de timbre.

Impôts perçus à l'occasion
de la création
des titres ou de leur introduction

Impôts perçus à l'occasion
de la
transmission des titres

7^o Grande-Bretagne.

Droit de timbre.

En sont exempts les fonds d'Etat anglais et les titres du gouvernement de l'Inde.

Fonds coloniaux, 2 shillings 6 p. par 100 liv. st.

Sociétés. Timbre perçu sur le capital lors de la création, 5 shillings par 100 liv. st.

Obligations nominatives, droit gradué de 1/8 0/0, au-dessus de 300 liv. st.

Obligations au porteur droit gradué de 1/2 0/0.

Actions au porteur 1 1/2 0/0.

Titres étrangers et coloniaux, 1/2 0/0.

Droits de transfert sur les valeurs nominatives (fonds d'Etat exceptés), droit gradué de 1/2 0/0.

Certaines valeurs, la Banque d'Angleterre, par exemple, jouissent de tarifs spéciaux.

Les transmissions à titre gratuit payent un droit progressif de 1 à 8 0/0 sur l'ensemble des biens transmis, plus un droit de 3 à 10 0/0 liquidé d'après le degré de parenté sur chaque part recueillie. Les valeurs mobilières sont imposées d'après des distinctions portant sur la question de domicile et, dans certains cas, sur la nature de ces valeurs.

Impôts sur le revenu des sociétés
et sur le revenu des titres.
Impôts sur le revenu des capitaux

Impôts sur
les
opérations de Bourse

sédés par des étrangers et estampillés sont exempts de l'impôt sur le revenu.

La contribution applicable aux revenus provenant du travail personnel frappe de 10 0/0 les appointements, émoluments de toute nature des directeurs, administrateurs et conseils des sociétés.

Les banques qui payent des coupons étrangers doivent prélever le montant de l'impôt exigible, en verser le produit au Trésor, sous déduction d'une bonification de 1 0/00 à leur profit.

7^e Grande-Bretagne.

Income-tax. Jusqu'à 160 liv. st. les revenus sont exempts.

De 160 à 700 liv. st. le tarif est progressif ; au delà de 700 liv. st. on applique le tarif plein de 14 pence par livre, soit 5.833 0/0, mais la taxation porte toujours sur le revenu diminué d'une somme de 160 liv. st.

Les étrangers payent l'income-tax sur les coupons des valeurs qu'ils possèdent en Grande-Bretagne, mais ils peuvent se faire restituer des droits payés au moyen d'un « affidavit », en totalité, s'ils ont moins de 160 liv. st. de revenus en Angleterre, en partie, s'ils ont moins de 700 liv. st.

Avant la guerre, le taux de l'income-tax était de 8 pence par livre sterling. En avril 1900, il fut porté à 12 pence, un an plus tard à 14 pence, en avril 1902 à 15 pence. Réduit de 4 pence, ramené à 11 pence (4 12 0/0 du revenu) il reste supérieur au niveau de 1899.

Timbre sur les bordereaux de négociation des valeurs de Bourse :

De 5 à 100 liv. st. : 1 penny ;

Au delà de 100 liv. st. : 1 shilling.

Pour chaque nature de valeurs portées sur un bordereau, il est dû un timbre différent.

Pour les reports, il est dû deux timbres.

Impôts perçus à l'occasion
de la création
des titres ou de leur introduction

Impôts perçus à l'occasion
de la
transmission des titres

8° Danemark.

Droit de timbre.

Sont exempts les fonds d'Etat danois et les obligations des sociétés de crédit foncier.

Actions : 15 öre par 1.000 couronnes (minimum : 20 öre). Cette taxe est plus élevée quand l'action représente un droit de propriété sur des immeubles ou sur des navires.

Obligations. 1/6 0/0

Titres étrangers 2/3 0/0

Titres étrangers à lots et à primes. 1 1/3 0/0

Les actions ne sont pas soumises au *droit de transmission*.

Pour les obligations, qui ne peuvent être au porteur, il y a lieu, en cas de transmission, à la perception d'un nouveau droit de timbre parce qu'il faut timbrer le nouveau certificat.

9° Grèce.

Droit de timbre, de 1 0/0 sur les titres de rentes d'emprunts étrangers, les titres ou certificats d'actions des sociétés anonymes helléniques ou des sociétés étrangères et leurs obligations portant intérêt.

Pas de dispositions spéciales en matière de transmission à titre onéreux.

10° Hongrie.

Droit de timbre.

Les fonds d'Etat en sont exempts. Les actions et obligations nominatives sont soumises à un droit gradué comme suit :

pour 40 couronnes,	14 heller.
— 80	— 26 —
— 120	— 38 —
— 200	— 64 —
— 400	— 1 k.26 —

La cession d'actions nominatives rend exigible un nouveau droit de timbre.

Au cas de conversion des titres nominatifs en titres au porteur, il est dû la différence entre les deux tarifs.

Impôts sur le revenu des sociétés
et sur le revenu des titres.
Impôts sur le revenu des capitaux

Impôts sur
les
opérations de Bourse

8° Danemark.

9° Grèce.

Taxe de 2 0/0 sur les coupons et re-
çus de dividende. Par exception, les
coupons de la Banque nationale ne
supportent qu'un droit fixe de 50 lepta
par action.

Les bordereaux des agents de change
sont soumis à un droit de timbre de
1 drachme.

Les bénéfices nets annuels des so-
ciétés anonymes sont passibles d'une
taxe de 5 0/0. Le tarif est réduit à
3 0/0 pour ceux de la Banque natio-
nale.

10° Hongrie.

Le droit de timbre établi pour les
titres nominatifs est aussi perçu sur
l'ensemble des coupons de chaque éché-
ance, de même que sur les bénéfices
qui reviennent aux associés en parti-
cipation.

Droit de timbre de 10 heller par
2. 000 couronnes, perçu sur les opéra-
tions relatives aux valeurs mobilières.
Exemption pour les négociations dont
la valeur n'excède pas 200 couronnes.

Impôt de 10 0/0 sur les bénéfices des
sociétés, augmenté d'un impôt addi-
tionnel sur le revenu général, repré-
sentant 30 0/0 de l'impôt principal.

Impôts perçus à l'occasion
de la création
des titres ou de leur introduction

Impôts perçus à l'occasion
de la
transmission des titres

Le tarif est doublé pour les titres au porteur.

11° Italie.

Droit de timbre de 1 l. 50 (plus 2 décimes) sur les titres de la dette publique, actions et autres titres n'ayant pas une échéance déterminée.

Les titres étrangers, fonds d'Etat, actions et obligations, sont passibles du droit fixe de 0. 50, 1, 2 ou 4 lire, plus 2 décimes, selon la dimension du papier.

Taxe annuelle de négociation sur les certificats, actions, obligations et autres titres, à l'exception des obligations de certaines compagnies de chemins de fer, des titres de la dette publique, des actions nominatives dont la valeur n'excède pas 100 lire des banques populaires et des sociétés coopératives dont le capital n'est pas supérieur à 50.000 lire. Les actions et obligations des sociétés étrangères autorisées à faire des opérations dans le royaume sont exemptes de cette taxe.

Le taux en est de 11. 50. Les sociétés étrangères exemptes de la taxe de négociation sont soumises à un droit annuel de 11. 50 0/0 du capital affecté à leurs opérations dans le royaume.

12° Pays-Bas.

Droit de timbre.

Certificats d'obligations à primes : 1 florin par 100 florins. Actions des sociétés qui n'ont pas leur siège en Hollande : 30 cents par 100 florins. Lettres de gage : 10 cents par 100 florins. Tous autres titres : 20 cents par 100 florins.

Les titres de la dette publique sont exempts,

Aucun droit de timbre n'est dû pour les actes de transfert.

Impôt sur le revenu des sociétés
et sur le revenu des titres
Impôts sur le revenu des capitaux

Impôts sur
les
opérations de Bourse

Cet impôt atteint les sociétés étrangères qui ont des agents en Hongrie.

Un impôt de 10 0/0 frappe les coupons de toutes les valeurs mobilières autres que les actions : titres d'emprunts, cédules hypothécaires, etc.

11° Italie.

Impôt sur le revenu.

Il est dû par toute personne ou entité morale sur le revenu de la richesse qu'elle possède dans le royaume. Ces revenus sont classés par catégories ou cédules, à chacune desquelles correspond un taux différent.

Les intérêts des fonds d'Etat, des provinces, des obligations au porteur des sociétés ayant la garantie de l'Etat, sont taxés à raison de 20 0/0 ; les obligations non garanties à raison de 15 0/0.

Les actions sont atteintes par l'impôt qui frappe le revenu global de l'entreprise (taux de 10 0/0).

Droit sur les contrats de Bourse :

4 lire pour les contrats à terme et lire pour les contrats au comptant en matière d'opérations directes ; 2 lire pour les premiers et 0 l. 50 pour les seconds si les contractants ont eu recours aux intermédiaires publics.

Plus la surtaxe de 2 décimes.

12° Pays-Bas.

Les valeurs mobilières sont soumises, au même titre que les autres biens, à l'impôt sur la fortune. Au-dessous de 13.000 florins, il n'est rien dû ; de 13.000 à 14.000 florins, l'impôt est de 2 florins ; de 14.000 à 15.000, 4 florins de 15.000 à 20.000, 1 fl. 25 pour 100 florins, déduction faite de 10.000 florins, etc.

Il existe un impôt de 2,50 0/0 sur les revenus des sociétés.

Aucun droit n'est dû pour les opérations de Bourse.

Impôts perçus à l'occasion
de la création
des titres ou de leur introduction

Impôts perçus à l'occasion
de la
transmission des titres

13° Portugal.

Droit de timbre sur les actions et obligations de sociétés :

Jusqu'à	5.000 reis	20 reis
de 5.000 à	10.000 —	30 —
— 10.000 à	50.000 —	75 —
— 50.000 à	100.000 —	150 —

et ainsi de suite, à raison de 1 1/2 0/00, avec taux réduit à 1 0/00 pour les sociétés d'exploration.

Ce droit est applicable aux titres étrangers.

Les fonds d'Etat portugais en sont exempts.

Les transferts ou endossements des titres donnent ouverture à un nouveau *droit de timbre*.

Le droit est dû même pour les fonds d'Etat portugais.

14° Russie.

Les fonds d'Etat russes sont exempts du timbre. Tous les autres titres supportent, lors de leur création, un droit de timbre de 40 copecks par 100 roubles jusqu'à 1.000 roubles. De 1.000 à 10.000 roubles, le droit est de 4 roubles par 1.000 rouble puis de 40 roubles par 10.000 roubles au-dessus de ce chiffre.

Tous les titres étrangers introduits dans l'Empire sont assujettis au même droit de timbre.

La transmission des valeurs mobilières à titre onéreux ne donne ouverture à aucun droit. *Timbre fixe* de 10 copecks pour les déclarations de transfert ou endossement.

Droit de 1 0/0, 4 0/0, 6 0/0, 8 0/0, selon le degré de parenté, sur les transmissions à titre gratuit.

15° Suède et Norvège

En Suède, les obligations (excepté celles de l'Etat suédois) sont frappées d'un timbre de 3 0/0.

En Norvège, aucun droit de timbre.

Dans les contrats relatifs aux em-

En Suède, transmission de valeurs mobilières à titre onéreux, non tarifées. Droit de donation 0 fr. 60 ou 1 fr. 60 0/0. Droit de succession progressif par tranches et par degré de

Impôt sur le revenu des sociétés
et sur le revenu des titres.
Impôt sur le revenu des capitaux

Impôts sur
les
opérations de Bourse

13° Portugal.

Les intérêts et dividendes des sociétés sont assujettis à la contribution industrielle à raison de 8, 9, 10 ou 12 0/0, selon leur nature.

Il existe, en outre, un *impôt sur le revenu* proprement dit, perçu par voie de retenue individuelle, au taux de 30 0/0 pour les intérêts de la dette intérieure, de 10 0/0 pour ceux des obligations, de 3 0/0 pour les dividendes.

Les coupons de la dette intérieure encaissés à l'étranger sont exempts.

|| La négociation en Bourse n'est soumise à aucun impôt spécial.

14° Russie

Taxe de 5 0/0 sur le revenu des valeurs à intérêt, y compris les actions des compagnies de chemins de fer et sur les intérêts des comptes de dépôts.

Impôt progressif sur les bénéfices nets supérieurs à 3 0/0 du capital des sociétés.

Droit fixe de patente au maximum de 1.500 roubles.

Taxe de 2 0/0 sur le montant total des appointements, émoluments des administrateurs, directeurs et conseils de sociétés.

Timbre fixe de 15 copecks afférent aux bordereaux de négociation en Bourse.

Les notes des courtiers sont passibles d'un droit fixe gradué de 15 copecks à 1 rouble.

15° Suède et Norvège

En Suède, il existe un *impôt général sur le revenu*, progressif quant à la somme imposable. Taux unique : 1 0/0. Les personnes civiles y sont soumises, indépendamment de l'impôt que les ac-

Impôts perçus à l'occasion
de la création
des titres ou de leur introduction

Impôts perçus à l'occasion
de la
transmission des titres

prunts contractés depuis 1876, la Norvège s'est engagée à ne frapper d'aucun impôt le capital et les intérêts des emprunts émis.

parenté, de 0.50 à 6 0/0.

En Norvège, pas de droit de transmission à titre onéreux en matières de valeurs mobilières. Droit de succession de 1 à 10 0/0 suivant le degré de parenté.

16° Suisse.

Bâle. — Timbre des actions : 0 fr. 50 de 50 à 100 francs ; 1 franc de 500 à 1.000 francs et par chaque 1.000 francs de surplus. Timbre des obligations : 0 fr. 60 par 1.000 francs.

Berne. — Timbre des actions et obligations : 0 fr. 10 par 100 francs.

Genève. — Timbre de 0 fr. 50 par 1.000 francs. Sont exemptes les actions et obligations frappées du timbre spécial et les rentes sur les gouvernements étrangers.

Les actions de toute société ayant son principal établissement dans le canton sont soumises à un droit de timbre de 0 fr. 35 à 0 fr. 75 0/0 suivant la durée.

Zurich. — Droit de timbre de 0 fr. 10.

Fribourg. — Droit proportionnel de timbre de 2 0/0 avec graduation jusqu'à 1.000 francs sur les actes créés dans le canton, portant reconnaissance d'une somme due.

Neuchâtel. — Il n'existe pas d'impôt de timbre dans le canton.

Fribourg. — Les transmissions à titre gratuit, selon le degré de parenté paient 2 à 10 0/0.

Neuchâtel. — Les transmissions à titre onéreux ne sont pas imposées.

Droit de 2 à 10 0/0 sur les transmissions à titre gratuit. Inventaire officiel en matière de succession en ligne collatérale.

Impôts sur le revenu des sociétés
et sur le revenu des titres.
Impôts sur le revenu des capitaux

Impôts sur
les
opérations de Bourse

tionnaires ont à payer.

En Norvège, le taux de cet impôt est de 2 à 4 0/0 jusqu'à 10.000 couronnes, de 5 0/0 au delà de ce chiffre.

16° Suisse.

Bâle. — Impôts de 1 1/2 0/0 du revenu net des sociétés par actions.

Berne. — Impôt spécial sur le capital et impôt général sur le revenu (3 classes). Les sociétés sont imposées d'après les règles ordinaires. Les actionnaires peuvent déduire de leur déclaration le revenu des actions des sociétés imposées dans le canton.

Genève. — Taxe mobilière perçue sur tous les biens meubles d'après un tableau gradué de 0 fr. 50 à 3 fr. 75 0/0.

Impôt communal sur le revenu au taux gradué de 0 fr. 45 à 2 fr. 20 0/0.

Zurich. — Impôt progressif sur la fortune mobilière et immobilière et impôt sur le revenu.

Droit d'enregistrement de 1/2 0/0 sur les actions et obligations.

Fribourg. — Impôt de 2 fr. 50 0/0 sur le capital mobilier et sur le revenu des professions du commerce et de l'industrie, avec addition de taxes communales. Dispositions spéciales en ce qui concerne les étrangers.

Neuchâtel. — Impôt proportionnel sur les fortunes supérieures à 1.500 fr. ; impôt sur les ressources et les revenus ; dispositions spéciales en ce qui concerne les étrangers.

En plus, taxes communales. Les sociétés ne sont pas spécialement imposées.

Bâle. — Droit de timbre des bordereaux : jusqu'à 1.100 francs : 0 fr. 10 ; jusqu'à 5.500 francs : 0 fr. 20 ; jusqu'à 11.000 francs, 0 fr. 50 ; plus 0 fr. 50 par 10.000 fr. au-dessus de 11.000 fr.

Le droit est double pour les marchés à terme ou à primes.

Genève. — Droit de timbre sur bordereaux de 0 fr. 10 jusqu'à 1.000 fr. , 0 fr. 10 jusqu'à 5.000 francs ; 0 fr. 75 jusqu'à 10.000 francs.

Zurich. — Droit de timbre sur les opérations de Bourse de 1/20 à 1 0/00 suivant le délai de livraison.

Impôts perçus à l'occasion
de la création
des titres ou de leur introduction

Impôts perçus à l'occasion
de la
transmission des titres

17^e Turquie.

Les titres des emprunts de l'Etat sont exempts de timbre. Les actions sont soumises à un droit de timbre de 1 0/0 du capital appelé et les obligations à un droit de 1/2 0/0 de la valeur nominale.

Les sociétés non constituées par iradé ne supportent pas le droit de timbre sur leurs actions.

Les actions de jouissance et part de fondateur ne sont pas visées dans la loi de timbre.

Les valeurs étrangères cotées à la Bourse de Constantinople, sont soumises au droit de 1 0/0.

Les transmissions de valeurs mobilières à titre onéreux et gratuit ne sont pas taxées.

Droit d'enregistrement, de 2 1/2 0/0 sur la valeur des biens inventoriés, en cas de partage de la succession d'un sujet ottoman, par autorité de justice.

Impôt sur le revenu des sociétés
et sur le revenu des titres
Impôts sur le revenu des capitaux

Impôts sur
les
opérations de Bourse

17° Turquie.

Pas d'impôt sur le revenu des titres. Les bordereaux d'agents de change
Contribution de 5 0/0 sur les bénéfices. supportent un droit fixe de 20 paras (1).

(1) Ces tableaux dressés par M. Neymarck d'après un travail de M. Jobit, sont extraits du Bulletin de l'Institut international de Statistique (session de Berlin).

CORPORATION OF FOREIGN BONDHOLDERS

Le Council of foreign bondholders publie chaque année une « black list » indiquant les principaux emprunts en faillite totale ou partielle : une référence à ces listes montre que pendant les trente dernières années le progrès fait dans l'élimination de ces défaillants a été constant :

En 1876, le montant approximatif total de ces emprunts (sans tenir compte des intérêts arriérés) était de :

	£ 300.000 000
En 1886.	88.000.000
— 1896.	54.000.000
— 1906.	16 000.000

La part des Etats sud-américains, dans ces sommes était pour

1876 de	£ 84.000 000
1886 »	76.000.000
1896 »	44.000.000
1906 »	9.000.000

Nous donnons la série de ces *listes noires*, résumées, depuis 1892 jusqu'à la dernière parue (janvier 1907), afin de montrer, pour chaque pays, les résultats qui furent constatés ou obtenus par le Council of the Corporation of foreign bondholders.

Dans le rapport du Council publié en janvier 1907, lord Avebury, président, remarque qu'à mesure que l'on s'éloigne de l'époque où la Corporation fut établie, le problème qui consiste à obtenir des arrangements satisfaisants des Etats en faillite, devient d'une difficulté toujours de plus en plus grande. Il était relativement aisé de conclure de raisonnables arrangements quand il s'agissait d'Etats assez importants et civilisés, qui comprenaient l'importance du crédit et savaient faire les inévitables sacrifices que tout pays doit faire pour acquitter ses dettes.

Mais cette classe d'Etats débiteurs a, peu à peu, disparu, il ne reste guère plus que de petits Etats arriérés, et le Council doit généralement choisir entre deux maux : accepter un arrangement assez défavorable ou ne jamais être payé. En bien des cas, les bondholders ont consenti à de larges réductions en échange de quelque

garantie spéciale, qui, ils l'espéraient, formerait une effective défense contre de futures faillites.

Mais les conventions ne sont pas toujours observées, et le président cite l'exemple de Costa Rica qui en 1895 viola le contrat passé en 1885 avec les bondholders. Celui du Guatemala est plus encore, si possible « discreditable ». En 1888, après de longues années où les intérêts n'avaient été payés, un arrangement fut conclu, les bondholders faisaient des sacrifices considérables. Pour avoir la sécurité la plus grande, un comité représentatif avait été établi au Guatemala et le gouvernement par une loi spéciale lui avait transmis une partie des droits dus sur les importations étrangères, droits qui n'étaient payables qu'à ce comité ainsi que l'établissait en cette loi une solennelle déclaration. Néanmoins, six ans plus tard le gouvernement sans aucun avertissement *suspendait* le comité de la dette publique et la faillite survenait peu après.

De nouveau en 1895 une entente fut faite, de nouvelles concessions accordées par les bondholders. Cette fois, la garantie spéciale fut la taxe d'exportation sur le café, irrévocablement fixée à 1 dollar-or par quintal, qui devait être payée directement aux agents des bondholders au Guatemala. Mais l'on recommença à violer le contrat avant que l'encre en fut sèche, dit lord Avebury.

La dette du Guatemala était de nouveau en faillite en 1899.

La plupart des fonds d'Etat dont le Council a eu à s'occuper sont des fonds d'Etats sud-américains et l'attention du Council fut attirée par les déclarations du Président Roosevelt au sujet des Républiques latines américaines, et de la nouvelle interprétation qu'il a donnée de la doctrine de Monroe.

En décembre 1823, Mr Monroe avait envoyé au Congrès un Message dans lequel il définissait l'attitude que les Etats-Unis devaient garder vis-à-vis des gouvernements européens ; déclaration qui constitue ce que l'on appela plus tard la *Monroe doctrine*. Elle posait en principe que les Etats-Unis s'opposeraient à toute intervention des Etats européens dont le but serait de rétablir la souveraineté de la métropole sur des colonies situées sur le continent américain, et qui auraient proclamé leur indépendance ; les Etats-Unis étaient en quelque sorte proclamés protecteurs du continent américain contre les entreprises de l'Europe.

Mais en une adresse datée du 11 août 1903 Mr Roosevelt a modifié la doctrine qui maintenant pourrait à juste titre être nommée *Roosevelt doctrine*, elle pose les deux principes suivants :

1^o Les Etats-Unis, s'ils ne peuvent s'opposer à ce que les puissances européennes obtiennent justice des torts causés à leurs sujets par les Républiques latines américaines, demandent que leur consentement soit obtenu avant de se livrer à quelque action coercitive ;

2^o Si l'intervention des puissances européennes dans l'Amérique du Sud pourrait entraîner des complications et compromettre d'amicales relations, il est du devoir des U. S. de veiller à ce que les Républiques sud-américaines ne donnent pas lieu à ces interventions, « by behaving with decency in industrial and political matters and paying their obligations ».

Mais, ajoute lord Avebury, il est quelque peu désappointant après cette déclaration pleine d'heureuses apparences pour les bondholders, de constater que, quoique Costa Rica, Guatemala et le Honduras soient en faillite depuis 6, 8 et 34 ans, rien n'a été fait par les Etats-Unis, à la connaissance du Council, pour mettre en pratique la Roosevelt doctrine.

Nous faisons suivre les black lists of the Council of foreign bondholders de brefs historiques des dettes de la Colombie, du Vénézuéla, de Costa Rica et du Honduras.

**Les « Black lists » du Council of Foreign Bondholders
de 1892 à 1906.**

ÉTATS	Montant approximatif de la dette	Montant approximatif des intérêts arriérés
1892-1893		
	£	£
Argentine : emprunts provinciaux	22.200.700	3.008.820
» emprunts municipaux	2.450.700	369.092
» cédules provinciales. .	15.266.266	»
Colombie.	1.913.500	1.237.721
Anciens États confédérés. . . .	2.418.800	4.740.848
Honduras.	5.398.570	9.297.151
Libéria.	100.000	133.000
Louisiane	184.432	»
Mississippi	1.400.000	3.883.400
West Virginia.	3.047.874	»
Total.	£ 54 380.842	£ 22.670.032
1893-1894		
Argentine : emprunts provinciaux	18.303.610	3.505.245
» emprunts municipaux	1.984.000	428.536
» cédules provinciales. .	15.013.108	»
Colombie.	1.913.500	1.406.782
Anciens États confédérés. . . .	2.418.800	4.910.164
Honduras	5.398.570	9.760.515
Libéria.	100.000	140.000
Louisiane.	184.432	»
Mississippi.	1.400.000	3.954.000
West Virginia.	3.047.874	»
Total.	£ 49.763.894	£ 24.110.242

1894-1895

Argentine : emprunts provinciaux	20.193.912	4.369.775
» emprunts municipaux	2.451.840	584.480
» cédules provinciales. .	11.816.002	»
Colombie.	1.913.500	1.396.435
Costa-Rica	2.000.000	50.000
Anciens États confédérés . . .	2.418.800	5.079.480
Guatemala.	1.851.844	107.818
Honduras.	5.398.570	10.223.880
Libéria.	100.000	147.000
Louisiane.	184.432	»
Mississipi.	1.400.000	4.033.000
Nicaragua	285.000	17.100
Paraguay.	836.650	76.500
West Virginia.	3.047.874	»
Total.	£ 53.898.424	£ 26.085.468

1895-1896

Argentine : emprunts provinciaux	20.200.912	5.681.757
» emprunts municipaux	2.451.840	742.752
» cédules provinciales. .	13.697.364	2.230.000
Colombie.	1.913.500	1.522.428
Costa-Rica	2.000.000	200.000
Anciens États confédérés. . . .	2.418.800	5.248.796
Equateur.	693.160	»
Honduras	5.398.570	11.046.229
Libéria.	100.000	154.000
Louisiane	184.432	»
Mississipi	1.400.000	4.107.000
West Virginia	3.047.874	»
Total.	£ 53.506.452	£ 30.932.962

1896-1897

Argentine : emprunts provinciaux	20.396.437	7.709.040
» emprunts municipaux	2.709.748	1.025.031
» cédules provinciales. .	13.588.604	2.230.000
Anciens États confédérés. . . .	2.418.800	5.418.112
Equateur.	693.160	16.000
Honduras	5.398.570	11.509.594
Libéria	100.000	164.500
Louisiane	184.432	»
Mississipi.	1.400.000	4.181.000
West Virginia.	3.047.874	»
Total.	£ 49.937.617	£ 32.253.277

1897-1898

Argentine : emprunts provinciaux	12.409.700	5.103.213
» emprunts municipaux	2.709.740	1.185.528
» cédules provinciales. .	14.573.545*	»
Anciens États confédérés. . . .	2.418.800	5.587.428
Honduras.	5.398.570	11.972.959
Libéria	100.000	171.500
Louisiane	184.432	»
Mississipi.	1.400.000	4.255.000
Vénézuéla	4.587.942	127.889
West Virginia.	3.047.874	»
Total.	£ 46.530.603	£ 23.403.517

1898-1899

Argentine : emprunts provinciaux	2.160.400	949.555
» emprunts municipaux	2.241.900	1.128.493
» cédules provinciales. .	17.579.676*	»
Anciens États confédérés. . . .	2.418.800	5.756.744
Honduras.	5.398.570	12.436.324
Libéria	100.000	178.500
Louisiane	184.432	»
Mississipi.	1.400.000	4.329.000
Vénézuéla	4.587.900	314.410
West Virginia.	3.047.874	»
Total.	£ 39.119.552	£ 25.093.026

* Intérêts arriérés inclus.

1899-1900

Argentine : emprunts municipaux	2.241.900	1.263.006
» cédules provinciales. .	16.800.846*	»
Colombie.	2.700.000	47.250
Anciens États confédérés. . . .	2.418.800	5.926.060
Guatemala.	1.482.800	29.656
Honduras.	5.398.570	12.899.688
Louisiane.	184.432	»
Mississippi	1.400.000	4.403.000
Vénézuéla	4.587.900	431.925
West Virginia.	3.047.874	»
Total.	£ 40.263.122	£ 25.000.585

1900-1901

Argentine : emprunts municipaux	1.051.500	647.548
» cédules provinciales. .	16.800.846*	»
Colombie.	2.700.000	101.250
Anciens États confédérés. . . .	2.418.800	6.095.376
Guatemala.	1.482.800	118.624
Honduras	5.398.570	13.363.052
Louisiane.	184.432	»
Mississippi.	1.400.000	4.447.000
Saint-Domingue	3.885.350	303.012
West Virginia	3.047.874	»
Total.	£ 37.318.672	£ 25.075.862

1901-1902

Argentine : emprunts municipaux	1.051.500	710.638
» cédules provinciales. .	15.858.688*	»
Colombie.	2.700.000	155.250
Costa-Rica	2.000.000	132.625
Autres États confédérés	2.418.800	6.264.692
Guatemala.	1.482.800	207.592
Honduras.	5.398.570	13.826.418
Louisiane	184.432	»
Mississippi.	1.400.000	4.551.000
Saint-Domingue	3.885.350	»
Vénézuéla	4.571.167	2.623.877
West Virginia	3.047.874	»
Total.	£ 43.999.131	£ 28.472.092

* Intérêts arriérés compris

1902-1903

Argentine : emprunts municipaux	1.051.500	773.728
» cédules provinciales. .	15.207.738*	»
Colombie.	2.700.000	216.000
Costa-Rica	2.000.000	185.250
Anciens États confédérés. . . .	2.418.800	6.434.008
Guatemala.	1.482.800	266.904
Honduras.	5.398.570	14.289.783
Louisiane.	184.432	»
Mississipi.	1.400.000	4.625.000
Saint-Domingue	3.885.350	»
Vénézuéla	4.571.167	859.992
West Virginia.	3.047.874	»
Total.	£ 43.348.231	£ 27.650.665

1903-1904

Argentine : emprunts municipaux	1.051.500	836.818
» cédules provinciales. .	15.144.881*	»
Colombie.	2.700.000	283.500
Costa-Rica	2.000.000	500.000
Anciens États confédérés. . . .	2.418.800	6.603.324
Guatemala.	1.482.800	355.872
Honduras.	5.398.570	14.753.147
Louisiane.	184.432	»
Mississipi.	1.400.000	4.699.000
Vénézuéla	4.571.167	1.047.558
West Virginia.	3.047.874	»
Total.	£ 39.400.024	£ 29.079.219

1904-1905

Argentine : emprunts municipaux	793.600	714.220
» cédules provinciales. .	14.458.853*	»
Costa-Rica	2.000.000	600.000
Anciens États confédérés. . . .	2.418.800	6.857.298
Guatemala.	1.482.800	385.528
Honduras.	5.398.570	15.216.512
Louisiane.	184.432	»
Mississipi.	1.400.000	4.810.000
West Virginia.	3.047.874	»
Total.	£ 31.184.929	£ 28.583.558

* Intérêts arriérés inclus.

1905-1906

Costa-Rica	2.000.000	750.000
Anciens États confédérés.	2.418.800	7.026.614
Guatemala	1.432.800	474.496
Honduras.	5.398.570	15.754.399
Louisiane.	184.432	»
Mississipi.	1.400.000	4.884.000
West Virginia	3.047.874	»
Total.	£ 15.932.476	£ 28.889.509

Historique de la dette de la Colombie

En 1820, ce pays contracte un premier emprunt extérieur (10 0/0 si les intérêts étaient payés en Angleterre, 12 0/0 en Colombie).

1821. — Le premier coupon reste impayé.

1822. — Une année d'intérêts est payée sur une partie de la dette de 1820, le vice-président négocie un second emprunt de £ 2.000.000 à 6 0/0 ; aussitôt l'emprunt souscrit, le gouvernement colombien déclare que les pouvoirs du vice-président *senor Zea* sont invalidés et qu'il n'a plus l'autorité nécessaire pour émettre un emprunt.

Une assemblée de porteurs se forme qui déclare que la République est responsable, la répudiation de son représentant n'ayant été notifiée avant l'émission de l'emprunt : en 1824 nouvel emprunt, qui avec le précédent est en faillite en 1826 ; en 1832 la Colombie se divise en trois nouvelles Républiques : Nouvelle-Grenade, Equateur et Vénézuéla, qui se partagent la dette de l'ancienne Colombie dans les proportions suivantes :

Nouvelle Grenade	50 0/0
Equateur	22 0/0
Vénézuéla.	28 0/0
	100

1834-1844. — Les intérêts de la dette afférente à la Nouvelle-Grenade restent impayés pendant cette période.

1845. — Un arrangement est conclu avec cette République sur des bases très favorables à l'Etat débiteur.

Jusqu'en 1861 les porteurs touchent leurs intérêts de façon as-

sez irrégulière, le pays change deux fois de nom et c'est la Confédération de Grenade, puis les Etats-Unis de la Nouvelle-Grenade qui signent avec les représentants des porteurs un accord qui porte le nom de convention de Paris.

En 1863 nouvel emprunt ; la République prend le nom d'Etats-Unis de Colombie.

En 1873, arrangement pour l'unification des différentes dettes extérieures qui s'élèvent ensemble à un total de £ 6.630.000.

Des coupons en 1877, en 1879 restent impayés, le Council of foreign bondholders réclame, émet des certificats de réclamation ; et en 1888 la République, qui cette fois porte le nom de République de Colombie, demande au Council d'envoyer un représentant à Bogota pour avec lui jeter les bases d'un arrangement. En juin 1889 un accord est conclu et un contrat *ad referendum* est signé qui reçoit l'approbation d'une réunion de bondholders tenue le 5 septembre 1889 :

Des titres appelés Dette extérieure consolidée de Colombie 1890, seront émis jusqu'à concurrence de £ 2.420.000, avec des coupons bi-annuels portant intérêt à partir du 1^{er} janvier 1890, payables à Londres en or, les 20 premiers coupons à 3 0/0 par an et les suivants à 4 0/0. Le principal de la dette sera converti au pair et le montant des intérêts arriérés à 50 0/0 de leur valeur nominale.

20 0/0 des recettes des douanes seront attribués au paiement des intérêts de ces nouveaux titres et seront reçus par le représentant du Council à Bogota. En 1890 cet accord soumis au Congrès colombien, après une longue attente est ratifié mais avec d'importantes modifications.

La plus notable était la réduction de l'intérêt des nouveaux titres à 1 1/2 0/0 (au lieu de 3 0/0) pour 6 ans et 2 0/0 pour les 4 années suivantes, le taux maximum étant réduit de 4 à 3 0/0. Les produits des douanes n'étaient plus attribués en garantie de l'emprunt que dans une proportion de 8 au lieu de 20 0/0 et les dépenses de la conversion devaient être supportées par les bondholders.

Une assemblée générale réunie par le Council le 15 janvier 1891, rejeta ces propositions comme contraires à l'équité.

En 1896, le Council et le gouvernement colombien s'entendent pour accepter la convention suivante :

Nouvelle émission de £ 2.700.000, intérêts payables à Londres en or à 1 1/2 0/0 à partir du 1^{er} janvier 1897 s'élevant de 1/2 0/0 tous les trois ans jusqu'à 3 0/0 ;

Le principal de l'emprunt de 1873 sera converti au pair et les intérêts arriérés à 43 0/0 de la valeur nominale etc...

En 1900, le coupon de janvier n'est pas payé.

En 1903, prennent place les négociations avec les Etats-Unis et le refus de la Colombie de signer un traité au sujet du canal de Panama, l'État de Panama se sépare de la Colombie et conclut le traité.

1905.— Accord *ad referendum* au sujet du règlement de la dette, proposé par le Council et accepté avec légères modifications par le gouvernement colombien :

1° Le paiement des intérêts sera repris à partir du 1^{er} juillet suivant les conditions établies dans l'accord de 1896 ;

2° Le service de la Caisse d'amortissement est suspendu jusqu'en 1910 ;

3° 15 0/0 du produit des douanes sont assignés en garantie.

3 coupons impayés seront échangés contre des certificats, la moitié en sera payée au plus tard le 30 juin 1907, sur un nouveau prélèvement de 15 0/0 du produit des douanes. Le paiement de l'autre moitié est subordonné pour 20 0/0 à l'obtention par le gouvernement de 50.000 actions de la nouvelle Compagnie de Panama, ce qui est cause d'un litige avec le gouvernement français ; et pour 30 0/0 aux réclamations de la Colombie contre les Etats-Unis, si elles avaient pour solution une entente et la réception d'une certaine somme par la Colombie.

Les paiements ont depuis été régulièrement effectués. Les intérêts en arrière sont peu à peu remboursés par la remise chaque mois par la Banco centrale de remises de £ 6.000 à 6.600 à 90 jours.

La Colombie ne figure plus sur la liste noire du Council.

Historique de la dette extérieure du Vénézuéla

1820-1834. — Voyez Colombie.

1834. — Le Vénézuéla devient responsable de 28 0/0 de la dette colombienne, ne paie pas d'intérêts jusqu'en 1841.

1841. — Un concordat est fait qui accorde les concessions suivantes :

Le capital de la dette est converti (au pair) en titres « actifs », qui porteront intérêts à 2 0/0 pour sept premières années, augmentant de 1/4 0/0 par an jusqu'à ce que soit atteint le taux de 6 0/0. Des titres « différés » seront émis pour le paiement des intérêts arriérés, et pour un montant égal à celui du capital original : 1 0/0 augmentant de 1/4 0/0 jusqu'à 5 0/0, un fonds d'amortissement de 1/4 0/0 commencerait alors à fonctionner. £ 1.857.159 de titres actifs et £ 1.847.500 de différés furent émis aux termes de ce concordat, puis £ 150.000 de titres actifs furent de nouveau émis pour le règlement de la « Macintosh Claim », portant le total de cette émission à £ 2.007.159.

1847. — Faillite en octobre.

1851. — Arrangement est accepté par les porteurs, mais n'est pas ratifié par le Congrès.

1856. — Le Vénézuéla reçoit, comme part de la dette du Pérou vis-à-vis de l'ancienne République colombienne une somme de \$ 1.140.000 en bons péruviens 4 1/2 0/0.

Ces valeurs furent gardées par le gouvernement et ne furent pas versées aux créanciers extérieurs.

1859. — Nouveau concordat et en 1860 nouveau défaut de paiement.

En 1862 les arriérés depuis 1860, s'élevant à £ 214.000, un nouveau fonds 6 0/0 est émis pour les rembourser.

1864. — Emprunt 6 0/0. £ 1.500.000.

1867. — Les différents coupons ne sont pas payés.

En 1872 intervient un décret qui distribue les produits des douanes entre les besoins du budget intérieur et les droits des créanciers extérieurs.

En 1876 une convention est conclue avec les bondholders,

mais en 1878 c'est de nouveau une interruption totale de paiement.

1880-1881. — Les emprunts de 1859, 1862 et 1864 sont convertis en une « nouvelle dette consolidée ». Le résultat de cette entente conclue avec la corporation fut une émission de £ 4.000.000 de nouveaux titres dont £ 2.750 000 devaient être consacrées à la conversion des emprunts précités. Mais par suite de difficultés qui s'élevèrent avec les créanciers intérieurs l'unification de la dette ne put être effectuée.

En 1892 le gouvernement suspend momentanément le service de la dette extérieure à cause de la révolution. Les paiements reprennent en juin 1893.

1896. — Un emprunt est émis à Berlin pour la liquidation des obligations de chemin de fer dont les intérêts n'étaient pas payés.

1897. — Le coupon de la dette extérieure n'est pas payé en juin pour l'emprunt 1896 et en février pour celui de 1881.

1899. — Le comité de bondholders repousse la proposition d'un emprunt 3 0/0 amortissable en paiement des arriérés.

1900. — 5/6 du coupon de février 1898 de l'emprunt 1881 sont payés. Le service des différentes dettes extérieures est repris, pour cesser en 1901.

1902-1903. — Blocus des ports vénézuéliens par l'Angleterre, l'Allemagne et l'Italie.

Un protocole signé en février 1903 à Washington divise les plaintes en trois catégories :

1° Réclamations contre outrages individuels, emprisonnements arbitraires... etc. ;

2° Réclamations d'individus et de sociétés industrielles pour traitements injurieux, dettes impayées, etc. ;

3° Réclamations des porteurs de la dette extérieure.

1905. — Pour donner satisfaction aux réclamations des porteurs étrangers dont le Council et le comité vénézuélien défendaient les intérêts, le gouvernement accepta le concordat suivant que les Bondholders approuvèrent également :

Nouvelle dette de £ 5.229.700 sera créée et qui portera le nom de « Dette diplomatique 3 0/0 ». Emission en 1905 avec amortissement (1 0/0). Les emprunts 1881 et 1896 seront convertis en ce nouveau fonds respectivement à 72 1/2 0/0 et au pair. Le

service de la dette garanti par un prélèvement irrévocable et privilégié de 25 0/0 des revenus des douanes.

1906. — Le 6 0/0 intérieur, assez largement placé en Europe est converti en 3 0/0 amortissable. Des bons sans intérêts, convertibles en nouveau 3 0/0 furent émis pour liquider les intérêts arriérés.

Le service de la dette a été régulièrement fait depuis le concordat de 1905.

Historique de la dette extérieure de Costa-Rica

1827. — Au moment de la rupture de la Central American Federation, Costa-Rica prend 1/12 de la dette fédérale 6 0/0 qui s'élevait à £ 163.000.

1840. — Costa-Rica paie sa part de la dette sus-mentionnée à raison de 85 0/0.

1871. — Emprunt 6 0/0 de £ 1.000.000 amortissable.

1872. — Autre emprunt 7 0/0 de £ 2.400.000. Ces deux emprunts font faillite en 1874, et en 1875 sont le sujet d'une enquête parlementaire.

En 1885 un arrangement est fait par l'entremise de Mr Minor C. Keith pour le règlement de la dette aux conditions suivantes :

1^o Création d'une nouvelle dette extérieure consolidée de £ 2.000.000 ;

2^o Réduction de 50 0/0 du capital des deux emprunts. Le total était de £ 2.691.300 (pour l'emprunt de 1871 : £ 941.200 ; pour celui de : 1872 : £ 1.750.100). Le surplus des titres de cette émission devait servir à payer les intérêts des deux premières années, les dépenses causées par cet arrangement, conversion, etc. ;

3^o Les nouveaux titres seraient divisés en deux séries (série A : 525.000 et série B : £ 1.475.000), les intérêts devaient être payés par Mr Keith du 1^{er} janvier 1886 au 1^{er} janvier 1888 aux taux de 5 0/0 pour la série A et 4 0/0 pour la série B, après quoi le gouvernement paierait 5 0/0 sur les deux séries mais avec une préférence pour la série A ;

4^o Une Caisse d'amortissement à 1 0/0 devait commencer à fonctionner à partir de 1898 par achats bi-annuels au pair ;

5° Pour les intérêts en arrière s'élevant à £ 649.428 pour l'emprunt de 1871 et à £ 1.470.084 pour celui de 1872, des actions libérées du chemin de fer de Costa-Rica seraient données à raison de £ 22/10 sh. d'actions pour les intérêts de chaque ancien titre de £ 100 ;

6° En garantie du paiement des intérêts des nouveaux titres, le gouvernement mettrait au début de chaque année à partir du 1^{er} janvier 1888 des « custom's notes » pour le montant total des intérêts annuels de la nouvelle dette ; ces « notes » devraient être acceptées en paiement des droits d'importation et d'exportation, le paiement en espèces étant interdit jusqu'à réalisation de ces notes ;

7° Les anciens titres des emprunts de 1871 et 1872 seraient détenus par le Council of foreign bondholders jusqu'au 1^{er} juillet 1904, en garantie de l'exécution de cet arrangement. Dans le cas de non-paiement de quelque coupon des nouveaux titres jusqu'en juillet 1904 inclusivement, les Bondholders feraient valoir leurs droits acquis par les emprunts 1871 et 1872.

1894. — Conformément aux conventions de 1885 les anciens titres sont rendus au gouvernement de Costa-Rica.

1895. — Le gouvernement fait peu après faillite ; ne paie pas le coupon de janvier.

1897. — Les Bondholders font un nouvel arrangement :

1° Le capital n'est pas modifié ;

2° Les intérêts des titres A sont réduits à 3 0/0 et ceux des titres B à 2 1/2 0/0 à partir du coupon du 1^{er} octobre 1897 ;

3° Les intérêts impayés au 1^{er} avril 1897 (s'élevant à £ 275.000) sont liquidés par la somme de £ 131.562/10 sh.

Des certificats devaient être émis qui seraient échangés contre les cinq coupons impayés à raison de £ 5 de certificats pour £ 12/10 sh. de coupons. Ces certificats seraient remboursés par rachats, £ 5.000 par an, pendant 20 ans (£ 100.000) ;

4° A partir du 1^{er} octobre 1907 serait établi un fonds d'amortissement de £ 10.000 par an, etc.

1901. — Le coupon d'octobre ne fut pas payé. Le gouvernement demanda une suspension de paiements de deux ans à partir du 1^{er} avril, pour entreprendre la réorganisation du service entier de la dette conformément aux conventions de 1897 et de payer

au pair les intérêts accumulés durant ces deux années et cela au cours d'une période de cinq ans.

Le Council of foreign bondholders accepta, mais en 1903 le gouvernement de Costa-Rica ne tint pas sa promesse de reprendre le service de la dette en avril ; en 1904 une assemblée générale des bondholders fut réunie pour protester contre cette suspension prolongée de paiements et proclamer l'intention des bondholders de retourner à leurs droits premiers en conformité avec la convention de 1885.

1905. — En mars, un accord « ad referendum » intervint entre le gouvernement de Costa-Rica et une maison de banque de New-York. Malgré ses grands avantages il ne fut pas approuvé par le pouvoir législatif. En un message au Congrès, mai 1906, Senor Viquez le président déclarait que le présent état de discrédit ne pouvait être indéfiniment prolongé sans recevoir des affronts journaliers à propos du manque de parole de Costa-Rica, qu'il était donc indispensable que le gouvernement entre en négociations de nouveau avec les Bondholders et obtienne un accord satisfaisant.

Les finances de cet Etat sont en effet en fort bonne condition, la dette intérieure est régulièrement payée et des sommes considérables sont employées en travaux publics. Ce qui ne l'empêche d'être toujours porté sur la « black list » du Council pour : capital : £ 2.000.000 ; intérêts non payés : £ 750.000.

Historique de la dette extérieure du Honduras.

1827. — A la dissolution de la Central American Federation le Honduras prenait 2/12 de la dette fédérale,

Il n'en a jamais payé les intérêts.

1867. — Emprunt de conversion 5 0/0 amortissable : £ 90.000.

1867. — Emprunt 10 0/0, pour chemins de fer : £ 1.000.000.

1869. — 6 2/3 0/0 : £ 2.490.108, émis à Paris.

1870. — 10 0/0 : £ 2.500.000.

En 1872 les quatre emprunts sont en faillite, les intérêts ayant été payés jusque-là avec les sommes empruntées.

En 1875 une enquête sur ces emprunts est faite par une commission parlementaire.

1887 à 1893. — Une concession est accordée, qui comprenait le règlement de la dette extérieure, pour l'entreprise d'un chemin de fer interocéanique. Les titres existants de la dette extérieure et les intérêts arriérés devaient être changés contre des actions de £ 100 d'une compagnie de chemins de fer formée à Londres. La concession expira en 1892. Une compagnie américaine prit sa place, mais rien ne fut fait pour le paiement de la dette extérieure.

En 1896 une nouvelle concession fut accordée à la compagnie des chemins de fer du Honduras, cette combinaison comprenait le règlement de la dette.

Les conditions proposées aux bondholders étaient que £ 15 d'actions fussent données en échange de chaque titre de £ 100 avec 23 ans d'intérêts arriérés. Le comité refusa de transmettre une pareille proposition aux bondholders.

En 1897 un syndicat américain succède à la Compagnie de chemin de fer du Honduras, traite avec le gouvernement pour la construction du chemin de fer et pour le règlement de la dette extérieure et l'établissement d'une banque qui serait chargée de recouvrer les droits de douane. Chaque titre de £ 100 de dette extérieure, intérêts arriérés compris devrait être échangé contre un titre à 4 1/2 0/0 de £ 25 remboursable en 25 ans et garanti par la banque et une première hypothèque sur le chemin de fer. Le contrat ne spécifiait pas à quelle date les intérêts de ces nouveaux titres commenceraient à courir ni le temps accordé pour la conversion. Les nouveaux titres non réclamés dans la période de temps fixée par le syndicat devraient être répartis entre lui et le gouvernement. Le comité consentit à négocier sur ces bases, à condition qu'on donnerait cette garantie que les intérêts commenceraient à être dus aussitôt et que la conversion resterait ouverte pendant un temps raisonnable. Mais des discussions s'élevèrent entre le gouvernement et le syndicat parce que ce dernier n'avait pas tenu tous ses engagements, tant pour la construction du chemin de fer que pour le règlement de la dette, d'où révocation de la concession.

En 1900, intervint un nouveau contrat entre le gouvernement

et le syndicat, mais la question de la dette extérieure est laissée de côté.

En 1903, le gouvernement prend possession du chemin de fer, le syndicat manquant de nouveau à ses engagements.

A cette époque et en 1904, des négociations sont engagées, le Dr Angel Ugarte est envoyé par le gouvernement pour s'entendre avec le comité, mais ce dernier considérant les propositions qui lui sont faites comme absolument inadmissibles, les négociations sont restées sans aucun résultat.

ASSOCIATION NATIONALE DES PORTEURS FRANÇAIS DE VALEURS ÉTRANGÈRES

L'affaire du gaz de Madrid (1).

C'est l'Association elle-même qui, sur la demande de divers intéressés, conformément à ses Statuts, a provoqué la constitution d'un Comité pour régler cette affaire.

La Compagnie madrilène d'éclairage et de chauffage par le gaz avait prévenu ses obligataires, à la fin de l'année 1898, qu'en raison de l'élévation du change le service de l'amortissement pour cet exercice serait suspendu. L'Association lança une circulaire, le 14 avril 1899, pour grouper les porteurs. Ceux-ci tinrent une assemblée générale le 17 juin, constituèrent un Comité qui eut pour président M. Léon Drouin, membre du Comité consultatif de l'Association, et lui donnèrent mandat de négocier un accord. L'entente se réalisa sans grandes difficultés ; l'accord qui en résulta, adopté par les obligataires le 21 juin 1899 et voté par l'assemblée des actionnaires le 30 du même mois, maintint le paiement en francs et accorda à la Compagnie, moyennant certaines garanties, une prorogation de 40 ans pour la durée de l'amortissement.

Conformément à cet accord, la Compagnie s'est acquittée régulièrement de ses charges jusqu'à et y compris l'échéance du 1^{er} janvier 1903. Mais, à la fin d'avril, des informations de la presse ayant fait prévoir la suspension de paiement du coupon du 1^{er} juillet, l'Association s'adressa à la Compagnie, lui demandant ce qu'il y avait de fondé dans ces bruits. La Compagnie répondit qu'effectivement « sa situation actuelle, tant industrielle

(1) Nous donnons l'historique de cette affaire, comme étant celle, qui est la mieux représentative de la procédure normalement suivie par l'Association nationale.

que financière », la mettait dans l'impossibilité de payer ce coupon.

En présence de cette déclaration, l'Association, d'ailleurs sollicitée par un très grand nombre de porteurs, en grande partie adhérents du premier groupement, fit appel aux obligataires en vue de les constituer en Comité de défense.

De nouvelles adhésions répondirent à cet appel, et le 26 juin 1903, l'assemblée générale des obligataires, après avoir entendu la lecture d'un rapport sur la situation critique de l'affaire, nommait un Comité de défense, chargé de procéder, à Madrid, et partout où besoin serait, à une étude aussi complète que possible sur la situation financière et industrielle de l'entreprise, de préciser les causes des difficultés actuelles, de rechercher les mesures à prendre pour la sauvegarde des intérêts des obligataires et d'examiner les propositions que la Compagnie devrait lui présenter.

Aussitôt réuni, le Comité chargea M. Léon Drouin, à titre d'ingénieur-conseil, de faire une étude de la situation de la Compagnie madrilène d'éclairage et de chauffage par le gaz, et incidemment sur celle de la Compagnie générale madrilène d'électricité.

De cette étude et de l'examen attentif des comptes présentés par ces Compagnies, il ressortait que les difficultés de la Compagnie madrilène du gaz provenaient sans doute de l'élévation du change et des médiocres résultats produits par l'exploitation gazière, mais surtout des désappointements survenus du chef de sa participation dans la Compagnie madrilène d'électricité. En effet cette Compagnie, après avoir encaissé, en qualité d'actionnaire de la Compagnie madrilène d'électricité, 982.000 pesetas en 1898, 1.032.000 pesetas en 1899, 1.170.000 en 1900, 983.000 en 1901, n'a plus touché que 224.000 pesetas en 1902 et n'avait rien encaissé de ce chef en 1903, la Compagnie madrilène d'électricité n'ayant attribué aucun dividende pour l'exercice précédent.

Les constatations résultant de l'étude technique dont il vient d'être parlé rendaient la tâche du Comité extrêmement ardue. Il faut, en effet, remarquer qu'il n'y avait pas de lien direct entre lui et la Compagnie madrilène d'électricité, si bien que pour tout ce qui regardait cette dernière, le Comité n'avait d'autre

moyen d'action que d'inviter le conseil d'administration de la Compagnie madrilène du gaz à transmettre à la Compagnie madrilène d'électricité les observations utiles. D'autre part, le Comité ne pouvait oublier que la Compagnie madrilène du gaz avait déjà, trois ans auparavant, motivé une intervention de l'Association nationale et obtenu diverses concessions de ses créanciers ; il était éminemment regrettable de la voir, après un si court espace de temps, proclamer l'insuffisance de ces concessions, et de constater qu'elle se trouvait dans une situation bien plus embarrassée que celle où elle se trouvait en 1899, et dont les obligataires lui avaient donné les moyens de sortir. Enfin, aux yeux du Comité, les communications de l'ingénieur-conseil, malgré la réserve avec laquelle elles étaient conçues, établissaient que des fautes graves avaient été commises dans l'administration des Compagnies madrilènes du gaz et de l'électricité.

Malgré ces constatations, le Comité n'a pas cru pouvoir conseiller aux obligataires d'user envers la Compagnie débitrice d'une rigueur excessive, dont les conséquences auraient pu être aussi fâcheuses pour les créanciers que pour le débiteur lui-même.

Par contre, il s'est particulièrement préoccupé de donner pour l'avenir, des garanties aux obligataires par la création d'une forte institution de contrôle. Aussi, en demandant à la Compagnie de préciser quelles pourraient être, suivant elle, les bases d'un arrangement, il posa comme condition *sine qua non* la constitution d'une Société civile des obligataires, pourvue d'un large droit de contrôle et même d'un droit de veto sur les opérations importantes susceptibles de modifier la situation de l'entreprise.

Ce n'est qu'après de longs délais et sur la menace d'une convocation des obligataires en raison de ces retards, qu'en avril 1904, le conseil d'administration de la Compagnie formula son acceptation à cette condition et que la discussion put s'engager utilement sur les bases d'un arrangement.

En ce qui touche l'exploitation gazière, l'entente put se faire assez facilement, le Comité, d'une part, comprenant qu'il ne pouvait demander plus que ce que produiraient les recettes nettes réalisées par la Compagnie, et celle-ci comprenant de son côté, que les droits des créanciers devraient continuer à primer absolument et entièrement ceux des actionnaires. La concession essentielle

faite par les créanciers consistait à consentir à ce que les exercices fussent réglés année par année, sans créer, par le report d'un exercice à l'autre, une accumulation de passif qui aurait enlevé à la Compagnie son crédit et tout espoir d'un relèvement ; la moitié des obligations était transformée en titres à revenu variable, de manière à laisser une certaine élasticité à la situation financière de la Compagnie. Par contre, l'intérêt éventuel des obligations variables, avant toute distribution de dividende, était porté de 4 0/0 à 5 0/0. Quant aux quatre coupons impayés (exercices 1903 et 1904), ils étaient consolidés en actions privilégiées.

En ce qui touche la participation de la Compagnie madrilène du gaz dans la Compagnie madrilène d'électricité, le Comité avait bien été unanimement convaincu de la portée des critiques formulées contre une partie des énormes dépenses résultant des traités d'achat de Compagnies concurrentes et de la transformation de leurs établissements, ainsi que du bien fondé de celles auxquelles avait donné lieu l'onéreuse convention d'affermage des usines de l'entreprise Supply ; mais, à défaut de pouvoir agir directement, ainsi qu'il a été expliqué, il dut se borner à insister à diverses reprises auprès de la Compagnie gazière pour qu'elle tachât d'obtenir la résiliation de ce contrat d'affermage ; la Compagnie du gaz répondit « qu'elle ne voyait pas la possibilité de découvrir des moyens pratiques d'obtenir ce résultat ». Le Comité ne crut pas possible d'aller plus loin ; il lui parut que le conseil d'administration de la Société civile des obligataires après s'être fait, à son tour, une opinion personnelle sur cette question et sur toutes autres, concernant l'administration de la Compagnie madrilène d'électricité, arriverait peut-être à amener la Compagnie du gaz à user de tous ses moyens d'action pour donner satisfaction à ces desiderata. En tout cas, il eût été à coup sûr peu raisonnable, peut-être dangereux, de subordonner l'arrangement à intervenir avec la Compagnie madrilène du gaz à des exigences auxquelles elle n'aurait peut-être pas pu faire face.

Les pourparlers engagés avec la Compagnie ayant amené une entente sur un projet d'accord, les obligataires furent convoqués en assemblée générale, à la date du 12 juillet. 740 obligataires, porteurs de près de 25.000 obligations étaient présents ou repré-

sentés. A l'unanimité moins une voix, ils votèrent le projet d'arrangement dont les bases peuvent ainsi se résumer :

I. — Chaque obligation actuelle de 500 francs sera remplacée par deux obligations de 250 francs, l'une à revenu fixe, l'autre à revenu variable : l'intérêt des variables pouvant s'élever jusqu'à 5 0/0. Les coupons afférents aux exercices 1903 et 1904 seront échangés contre des actions privilégiées de 250 pesetas, à raison de une action contre les coupons afférents à 5 obligations.

II. — La reprise du service des coupons des obligations à revenu fixe se fera à partir du 1^{er} avril 1905. Le premier coupon des obligations à revenu variable sera payé le 1^{er} juillet 1906, d'après les résultats de l'exercice 1905.

III. — L'amortissement se fera par rachat en Bourse jusqu'au jour où les recettes d'un exercice, — le service intégral des coupons des obligations fixes et variables étant effectué, — permettront à la Compagnie de reprendre l'amortissement au pair.

IV. — Il sera constitué une première réserve de 1.200.000 pesetas pour l'intérêt fixe et l'amortissement, et une seconde réserve pour l'amortissement au pair.

V. — Il sera constitué un Syndicat d'obligataires, sans l'assentiment duquel la Compagnie ne pourra contracter aucun emprunt nouveau, passer aucune convention qui aurait pour résultat de modifier la nature, la durée ou l'étendue de ses concessions actuelles, aliéner aucune partie de son actif mobilier ou immobilier, engager des dépenses de premier établissement, etc.

La Compagnie madrilène n'avait pas encore précisé dans quelle forme légale cet arrangement pourrait être réalisé, et cette question était soumise à l'examen de ses avocats-conseils à Madrid.

Le Comité de défense, malgré ses pressantes démarches, ne connut l'avis de ces conseils qu'à la fin de décembre, c'est-à-dire six mois après l'approbation du projet d'arrangement par les obligataires et alors que l'assemblée générale des actionnaires avait voté ce même projet.

La consultation des avocats-conseils de la Compagnie, datée du 16 décembre et signée de MM. Silvela et Canalejas, aboutit à cette conclusion que la Compagnie madrilène du gaz ne rentrait pas dans la catégorie des entreprises visées par l'article 930 du

Code de commerce, ni par la récente loi du 9 avril 1904, sur les convenios des Sociétés ou entreprises de canaux, de chemins de fer et autres concessionnaires de travaux publics. Mais elle laissait sans réponse la question essentielle de savoir quelle procédure devait être suivie pour donner force légale au projet d'arrangement.

Le Comité réclama un complément d'explications et de renseignements. Le 27 février 1905, la Compagnie lui transmit une seconde consultation, établissant nettement qu'on ne pourrait réaliser dans une forme légale un arrangement du genre de celui en question, sans se soumettre à une procédure, telle que la suspension de paiements, qui entraînerait des mesures préjudiciables à la fois aux intérêts de la Compagnie et à ceux des obligataires.

En réponse à cette communication, le Comité dut exprimer ses regrets à la Compagnie que ces consultations n'aient pas été provoquées plus tôt ; mais étant donné cette situation, il n'avait plus qu'à rechercher les moyens d'aboutir à une autre solution pratique, en tenant compte des lacunes et des difficultés de la loi espagnole.

Les pourparlers furent repris avec la Compagnie et il fut tout d'abord entendu que des efforts seraient faits de part et d'autre pour obtenir une modification de la loi espagnole sur les sociétés anonymes, de nature à faciliter les arrangements à intervenir entre ces sociétés et leurs créanciers. A la demande du Comité, l'Association nationale promit son concours aux démarches qui seraient faites dans ce but. Mais il est évident qu'on ne pouvait espérer voir aboutir à bref délai une mesure aussi importante qu'une modification de législation. Cependant, en attendant cette solution, il était impossible de laisser les choses en l'état ; le Comité a trouvé que le meilleur moyen de sortir de cette situation, était de recourir à un *modus vivendi*, ou accord provisoire qui, sans rien changer à la nature des titres et aux engagements de la Compagnie, tiendrait compte de sa situation financière actuelle et assurerait la reprise immédiate du service des coupons, dans la mesure des ressources de la Compagnie, ainsi que l'amortissement des obligations.

Il a d'ailleurs été convenu, entre le Comité de défense et les représentants de la Compagnie, que l'on conserverait toutes clau-

ses du projet d'arrangement conciliables avec le caractère provisoire d'un *modus vivendi*. Cet accord peut ainsi se résumer :

1° L'arrangement voté par les obligataires le 12 juillet 1904, stipulait l'échange des quatre coupons afférents aux exercices 1903 et 1904 (coupons 27 à 30) contre des actions privilégiées. Le *modus vivendi* a maintenu le principe de cet échange et y a compris le règlement du coupon 31, payable au 1^{er} juillet 1905, mais le Comité a exigé, étant donnée cette adjonction, qu'une soulte-espèces de 25 francs fût payée par la Compagnie, en plus de l'attribution d'une action privilégiée pour les cinq coupons 27 à 31 à détacher de 5 obligations.

2° L'arrangement prévoyait la division en obligations fixes et obligations variables. Le *modus vivendi* ne devant rien modifier à la nature de la dette, il n'y aura pas de changement dans les titres. Au lieu d'un titre fixe et d'un titre variable, il y aura, pour tous les titres, un coupon fixe et un coupon variable. Le coupon de janvier de chaque année sera fixe, et, par suite, sera payé à raison de 10 francs en espèces, et le second, celui de juillet, sera variable et ne sera payé en espèces que dans la mesure où le permettront les résultats de la liquidation de l'exercice précédent. Le surplus sera soldé en un bon ou vale.

3° L'amortissement, pendant la durée du *modus vivendi*, se fera par voie de rachat en Bourse, d'après les tableaux actuels, comme il était convenu à l'arrangement.

4° La réserve prévue pour l'intérêt fixe et l'amortissement est maintenue ; toutefois, la Compagnie ayant déclaré qu'elle ne pourrait pas porter cette réserve au chiffre de 1.200.000 pesetas, si elle devait payer en juillet la soulte de 5 francs par obligation dont il est question ci-dessus, le chiffre en a été abaissé à un million.

Par contre, le Comité a accepté la réduction à 500.000 pesetas (au lieu de 600.000) de la somme qu'aux termes de l'arrangement, la Compagnie, d'accord avec le Syndicat des obligataires, pourrait prélever sur cette réserve, pour en faire emploi en travaux ou acquisitions augmentant la valeur de l'actif social.

5° Le *modus vivendi* maintient la constitution et le fonctionnement du Syndicat des obligataires dans les termes mêmes prévus à l'arrangement, et la Compagnie devra notamment se met-

tre d'accord avec le Syndicat pour fixer le montant espèces du coupon de juillet de chaque année.

6° Quand, par suite d'une modification apportée à la législation espagnole, il sera possible de faire homologuer un arrangement définitif, le projet qui sera soumis à l'homologation sera celui qui a été approuvé par les obligataires dans l'assemblée du 12 juillet 1904, sauf les modifications rigoureusement nécessaires qui y seraient apportées, d'accord avec le conseil d'administration du Syndicat.

En résumé, la nécessité d'un *modus vivendi* s'imposant, le Comité de défense s'est attaché à garantir, par les clauses de cet accord provisoire, les intérêts des obligataires, autant que la situation pouvait le comporter, et cela en attendant qu'il soit possible de revenir à l'arrangement définitif adopté le 12 juillet et d'en obtenir l'homologation.

L'assemblée générale des obligataires tenu le 18 avril 1905, a donné son approbation à ce *modus vivendi*, qui a été également ratifié par l'assemblée des actionnaires du 7 juin suivant.

Le rôle du Comité de défense se termina ainsi et les intérêts des obligataires se trouvent dorénavant représentés par le Syndicat des obligataires, prévu par l'arrangement et constitué le 27 juin 1905.

ASSOCIATION POUR LA DÉFENSE DES DÉTENEURS DE FONDS PUBLICS (Anvers).

Extrait des statuts adoptés en assemblée générale, tenue à Anvers, le 7 juin 1898, modifiés en assemblée générale, tenue à Anvers, le 25 avril 1903.

ART. 1. — Il est constitué à Anvers une association ayant pour but la défense des intérêts des détenteurs de fonds publics.

ART. 2. — Toutes les fonctions exercées par les membres de l'association sont gratuites.

ART. 3. — Aucune distribution de parts, bénéfices, dividendes, indemnités ou gratifications ne pourra, ni directement ni indirectement, sous quelque forme que ce soit, être effectuée entre les membres de l'association et tout excédent constaté, après paiement des dépenses, devra être versé en augmentation du fonds social et pour les besoins éventuels de l'association.

ART. 4. — Une publicité aussi rapide et aussi large *que possible* doit être donnée à tout renseignement ou information obtenue par l'association et de nature à intéresser les détenteurs.

ART. 5. — L'association s'interdit toute opération financière autre que le placement de son capital.

ART. 6. — Dans toute assemblée de détenteurs, chaque titre de même valeur nominale donne droit à une voix. En cas de divergence d'intérêts entre les détenteurs de plusieurs catégories d'une même dette, le vote de ces détenteurs aura lieu par catégorie. Un poll peut être organisé aux fins d'assurer l'exactitude des votes.

ART. 7. — L'association s'interdit toute ingérence dans la politique en Belgique.

ART. 8. — Les livres, registres, comptes de l'association et la bibliothèque pourront être consultés par chacun des membres ; un règlement d'ordre intérieur organisera cet usage et ce contrôle.

ART. 9. — Les membres de l'association ne contractent ni obligation, ni responsabilité personnelle à raison de leurs fonctions. Ils n'ont aucun droit personnel sur le capital de l'association et renoncent à toute réclamation à cet égard, tant pour eux que pour leurs héritiers.

ART. 10. — L'association est administrée par un Comité central, composé :

1^o De deux présidents, d'un ou plusieurs vice-présidents, d'un trésorier, d'un ou de plusieurs secrétaires, tous élus par l'assemblée générale des membres de l'association ;

2^o D'un membre de la Commission de la Bourse d'Anvers et d'un délégué de la Chambre syndicale et arbitrale des changes et des fonds publics d'Anvers ;

3^o Des présidents de chacun des Comités spéciaux dont il sera question ci-après.

4^o D'un délégué nommé par chacun des dits Comités spéciaux en fonctions.

ART. 11. — Les membres du Comité central sont désignés pour trois ans ; ils sont rééligibles.

ART. 12. — Le Comité central ne délibère valablement que si sept de ses membres sont présents.

ART. 13. — Le Comité central représente l'association. Cette représentation sera constatée par les signatures d'un des présidents et d'un des secrétaires ou de leurs délégués respectifs.

ART. 14. — Le Comité central peut seul nommer tout agent ou représentant et déterminer ses pouvoirs.

ART. 15. — Les présidents, vice-présidents, secrétaires et trésorier forment le bureau du Comité central.

ART. 16. — Lorsqu'il juge utile de créer un comité spécial pour la défense d'une catégorie de détenteurs de fonds publics, le Comité central désigne deux au moins de ses membres chargés de convoquer les intéressés en une assemblée publique. Cette assemblée se prononce sur l'opportunité de la constitution du comité spécial et nomme éventuellement les personnes appelées à en faire partie. Les membres de tout comité spécial sont au nombre maximum de huit, y compris les deux membres désignés par le comité central et qui en font partie de droit. Les détenteurs ainsi désignés et acceptant ces fonctions sont censés adhérer aux sta-

tuts et deviennent membres de l'association pour la durée de leur mandat.

Le comité spécial forme son bureau et comme son délégué au Comité central.

ART. 17. — Lorsqu'il s'agit de la création d'un comité spécial pour la défense des intéressés dans une société commerciale, le comité central peut procéder comme il est dit à l'article 16. Il peut aussi nommer ce comité directement, d'accord avec un groupe de vingt détenteurs possédant un intérêt suffisant. Dans l'un et dans l'autre cas, il ne peut prendre de décision à cet égard que si une requête écrite et signée lui a été adressée à cette fin par des intéressés, si cet objet a été spécialement porté à l'ordre du jour, si les membres présents sont au nombre de douze au moins et si la proposition réunit au moins les trois quarts des voix.

Au cas où le comité central n'a pu prescrire de décision parce que la réunion n'était pas en nombre, une nouvelle réunion convoquée avec le même ordre du jour peut se prononcer quel que soit le nombre des membres présents et à la majorité des trois quarts de voix.

ART. 18. — Tout comité spécial sera entièrement libre dans son action. Ces décisions n'engageront l'association que conformément aux dispositions de l'article 13. En conséquence, tout arrangement négocié par un comité spécial devra être approuvé et contresigné par le Comité central représenté par son ou ses délégués.

ART. 19 — a) Chaque année dans la première quinzaine d'avril aura lieu l'assemblée ordinaire de l'association ; lecture sera donnée des rapports des secrétaires et trésorier du Comité central sur l'exercice écoulé. L'assemblée procédera éventuellement aux élections fixées par les présents statuts.

Vu :

Le Président de la thèse,
P. CAUWES.

Vu :

Le Doyen de la Faculté,
CH. LYON-CAEN.

Vu et permis d'imprimer :

Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris,
L. LIARD.

BIBLIOGRAPHIE

- Boudon.** — La Bourse anglaise (enquête sur les Bourses étrangères). Paris, 1898, Pedone.
- Demasure.** — Traité du régime fiscal des sociétés (et des établissements publics). Paris, 1884, Pedone-Lauriel.
- Guichard (Georges).** — De la protection de l'épargne française et des syndicats de porteurs de valeurs étrangères. Thèse Poitiers, 1901, Blais et Roy.
- Leroy-Beaulieu.** — L'art de placer et gérer sa fortune. Paris, 1906, Delagrave.
- Levandowski.** — De la protection des capitaux empruntés en France par les Etats étrangers ou les sociétés. Paris, 1896, Guillaumin.
- Lyon-Caen et Renault.** — Manuel de droit commercial. Paris, 1901, Pichon.
- Martens (de).** — Traité de droit international (traduit du russe par A. Léo). Paris, (3 vol.), 1883, 1886, 1887, Marescq aîné.
- Murat.** — Contrôle international financier de l'Egypte, la Grèce et la Turquie. Thèse Paris, 1899, Rousseau.
- Nicolaï.** — Les valeurs mobilières. Bruxelles, 1906 ; Havez (ce mémoire figure dans le tome XIX du *Bulletin de la commission centrale de statistique*).
- Pougnat (Max).** — Valeurs étrangères et fonds d'Etat étrangers devant l'impôt. Thèse Paris, 1900, Rousseau.
- Pradier-Fodéré.** — Traité de droit international public (européen et américain). Paris, (8 vol.) 1885-1906, Durand et Pedone-Lauriel.
- Robin (Jules).** — Régime légal des valeurs étrangères, spécialement au point de vue fiscal. Thèse Dijon; Lyon, 1899, Jevain.
- Ruben de Couder.** — Dictionnaire de droit commercial (industriel et maritime). Paris (6 vol. 2 *Suppl.*), 1877-1881, Maresq.

Congrès international des valeurs mobilières de 1900,
Paris (5 vol.), 1901, P. Dupont.

Rapports de MM. :

Chauvin , n° 165.	Moret , n° 162.
Cook , n° 19.	Neymarck , Rapport général, nos 41, 152.
Cosson , n° 18.	Oudin et Vidal , n° 52.
Cramer , n° 116.	Peyrot , n° 20.
Delamotte , n° 50.	Pluyette , n° 141.
Dubois , nos 39, 65.	Poyet , n° 98.
Fernaud Faure , n° 163.	Quantin , n° 138.
Garcia Gomès , n° 140.	Ruinat de Gournier , nos 24, 25.
Guillet , n° 114.	Salefranque , nos 35, 73.
Harambure (de) , n° 136.	Sayous , n° 51.
Herbaut , n° 166.	Simon et Lebel , nos 23, 27.
Jobit , nos 36, 62, 107.	Théry , nos 42, 59.
Lacombe , nos 57, 70, 154.	Vidal , n° 145.
Levy (R. G.) , nos 53, 89.	Villars , n° 146.
Limousin , n° 137.	

Annuaire statistique de la France.

Banker's Magazine (a decade of new securities, Mr. Lawson, octobre 1905).

Bulletin de l'Institut international de statistique (Session de Budapest, 1901 ; session de Berlin, 1903 ; session de Londres, 1905).

Bulletin mensuel de la Société d'Economie politique nationale (numéros d'avril, mai, juin et juillet, 1900).

Bulletin de statistique et de législation comparée.

Der Deutsche Oeconomist (numéro du 19 janvier 1907).

L'Economiste Européen (tableaux annuels des émissions et introductions) ; article de M. Théry du 26 novembre 1897.

L'Economiste Français (articles de M. Leroy Beaulieu des 23 février et 10 mai 1907).

The Economist (numéro du 17 février 1906).

Journal of the Institute of Bankers (conférence de Mr Speyer, du 7 juin 1905).

Journal of the Royal statistical society.

Journal de la Société de statistique de Paris (communications de M. Neymarck, de 1904 à 1906).

Le Rentier (années 1904, 1905, 1906 et 1907).

La Revue (numéros des 1^{er} novembre, 15 décembre 1906, 1^{er} et 15 février 1907 « contre l'oligarchie financière », Lysis).

Revue des Deux-Mondes (Fortune mobilière française à l'étranger, R.-G. Lévy, mars 1897).

Revue d'Economie politique (Psychologie des placements, R.-G. Lévy, février 1905).

Revue Economique internationale (Le marché de Paris, Levandowski, mai 1906. — Placements à l'étranger, ***, janvier 1906).

Revue Politique et parlementaire (les impôts sur les valeurs mobilières étrangères. Caillaux, novembre 1905).

The Statist (article de M. Speyer, 10 juin 1905).

Rapports annuels de l'Association nationale des porteurs français de valeurs étrangères, 1899 à 1905.

Reports of the Council of the Corporation of Foreign Bondholders, 1892 à 1906.

Annuaire de législation étrangère.

Dalloz. — *Jurisprudence générale*.

Manuel des agents de change. Paris, 1893, Rousseau.

Sirey. — *Recueil général des lois et des arrêts*.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages
AVANT-PROPOS	1

PREMIÈRE PARTIE

L'EXPORTATION DES CAPITAUX FRANÇAIS

CHAPITRE I. — Etude statistique	13
APPENDICE. — Emissions étrangères en Angleterre et en Allemagne	41
CHAPITRE II. — Causes de la facilité d'exportation des capitaux français	48
§ 1. — Causes économiques	49
§ 2. — Causes psychologiques	62
CHAPITRE III. — Avantages de l'exportation des capi- taux.	67
§ 1. — Pour la collectivité	67
§ 2. — Pour le particulier	76
CHAPITRE IV. — Inconvénients de l'exportation des ca- pitaux.	82
§ 1. — Pour la collectivité	82
§ 2. — Pour le particulier.	87
CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE	102

DEUXIÈME PARTIE

LA LIMITATION DU PORTEFEUILLE ÉTRANGER ET
LA PROTECTION DE L'ÉPARGNE EXPORTÉE

SECTION I

Moyens d'action sur la répartition des capitaux.

CHAPITRE I. — Politique fiscale	109
CHAPITRE II. — Admission à la cote.	138
APPENDICE. — L'admission à la cote aux Bourses étrangères.	163

SECTION II

Moyens d'action pour assurer la sécurité
du porteur de valeurs étrangères.

CHAPITRE I. — Initiative privée.	175
CHAPITRE II. — Action politique	202
CHAPITRE III. — Législation nationale	230
§ 1. — Protection préventive	231
§ 2. — Protection répressive.	255
CONCLUSION. — Législation internationale	267
ANNEXES. — I. — Au chapitre I, 2 ^e partie, section I (<i>Politique fiscale</i>).	276
II. — Au chapitre I, 2 ^e partie, section II (<i>Initiative privée</i>).	296
a) <i>Corporation of foreign bondholders</i>	296
b) <i>Association nationale</i>	314
c) <i>Association d'Anvers</i>	322

Imp. J. Thevenot, Saint-Dizier (Haute-Marne).
